全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抄底

Yes, You Can Time the Market!

把握市场时机

[美] 本·斯坦（Ben Stein）
菲尔·德姆斯（Phil DeMuth） 著

刘卓 译







東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户

抄底

Yes, You Can Time the Market!

把握市场时机

[美] 本·斯坦（Ben Stein）
菲尔·德姆斯（Phil DeMuth） 著
刘卓 译



WILEY
東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

抄底——把握市场时机/［美］本·斯坦 菲尔·德姆斯 著. 刘卓 译. —北京：东方出版社，2009. 1

ISBN 978-7-5060-3371-8

Ⅰ. 抄… Ⅱ. ①斯… ②德… ③刘… Ⅲ. 证券交易—资本市场—研究 Ⅳ. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 200476 号

Yes, You Can Time the Market! by Ben Stein and Phil DeMuth.
Copyright © 2003 by Ben Stein and Phil DeMuth.
Published by John Wiley & Sons Inc.
Simplified Chinese translation copyright © 2009 by Oriental Press.
All rights reserved. This translation published under license.

本书由约翰威立国际出版公司授权出版
中文简体字版版权属东方出版社所有
著作权合同登记号 图字：01-2008-4845 号

抄底——把握市场时机
作 者：［美］本·斯坦 菲尔·德姆斯
译 者：刘 卓
责任编辑：李 丹
出 版：东方出版社
发 行：东方出版社 东方音像电子出版社
地 址：北京市东城区朝阳门内大街 166 号
邮政编码：100706
印 刷：北京智力达印刷有限公司
版 次：2009 年 1 月第 1 版
印 次：2009 年 1 月第 1 次印刷
开 本：710 毫米×1000 毫米 1/16
印 张：11. 25
书 号：ISBN 978-7-5060-3371-8
定 价：25. 00 元
发行电话：(010) 65257256 65245857

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场。
如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 65266204。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言



本书的两位作者，曾经在贝弗利山庄的意大利竞技比萨店里讨论过关于把握市场时机的问题。在 1997 年到 2000 年间，他俩一边在圣塔莫尼卡自行车小径上吃午餐一边对话……这些都为本书的写作做好了前期的准备工作。

本·斯坦坚持认为证券市场过热，而菲尔·德姆斯却反驳说，证券市场看起来过热，可实际上这可能只是一个没有实践过的主观认识。众所周知，“你无法把握市场时机……”特别是在繁荣的牛市时，你更不需要把握市场时机。牛市时，赚钱很简单，只需随意购买一只股票或者一只开放式基金[①]，然后它就会一往无前地上涨。在牛市，挣钱就好像搭便车一样省力；而牛市过后，证券市场的市值开始像铁块掉下悬崖一样直线下跌。市场表现与每个投资者的个人利益息息相关，而在任何地方，股市都可能暴涨暴跌，人们怎么能不去把握市场时机呢？因此我们要从主观上来调查分析产生这些现象的原因。

我们知道，抓住市场时机已经成为短线投机的一种主要手段。可是一谈到把握市场时机的典型投资策略，金融专家就会像对待破抹布那样嗤之以鼻，以致那些预测市场时机的努力饱受争议。

① 开放式基金（LOF）：英文全称是“Listed Open-Ended Fund”或“Open-End Funds”，汉语称为“上市型开放式基金”，在国外又称共同基金。上市型开放式基金发行结束后，投资者既可以申购与赎回基金份额，也可以在证券交易所买卖该基金。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果谈到长期投资，那么就要参考证券市场的基本价格走势，因为它清晰地显示出了金融市场每时每刻（实时）的价格的涨跌情形。我们要应用图表、动态平均线[①]等技术分析工具，并且参照股息收益率等基本标准来预测市场趋势。华尔街的代理人往往都是一些具有极高天赋并拥有工商管理硕士学位的人，然而，他们却对这个显而易见的道理熟视无睹。可是分析工具只能预测一年后的市场情况，不是预测短线投资的利器，所以证券市场明天或者下个月会怎样，工具并不能给出正确的答案。

对于一个长线投资者来说，如果证券市场股票价格被高估，那么这时就不是一个较好的购买时机；反之，则是购买股票的好时机。我们希望您通过阅读这本书能够发现这一点。从狭义上讲，本书的论点基于大量数据，虽然其中可能仍然存在一些不可避免的错误，但是我们希望能够记录下一些在投资方面的经验。从广义上讲，如果这本书可以促使更多投资者针对把握市场时机的问题展开一场有效的讨论，那么我们最大的心愿也就实现了。

本・斯坦

菲尔・德姆斯

---

① 动态平均线（Moving Average）：是以道・琼斯的“平均成本概念”为理论基础，采用统计学中“价格平均”的原理，将一段时期内的股票价格平均值连成曲线，用来显示股价的历史波动情况，进而反映股价指数未来发展趋势的技术分析方法。它是道氏理论的形象化表述。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于作者

本·斯坦的职业众所周知，其父是世界著名的经济学家和国会参议员赫尔伯特·斯坦（Herbert Stein）。1966 年，本·斯坦获得了哥伦比亚大学经济学士学位，随后成为美国商务部的经济学顾问。他在 1967 年进入了耶鲁大学法学院学习，并在 1970 年作为班级代表在毕业典礼上致告别辞。在耶鲁学习期间，本·斯坦在著名教授亨利·沃利克（Henry Wallich）和詹姆斯·托宾（James Tobin）的指导下进行公司财务研究。很多人认为本·斯坦具有媒体方面的天赋，特别是由他主持的问答节目《费里斯·布勒的一天》（*Ferris Bueller's Day Off*）和《赢得本·斯坦的金钱》（*Win Ben Stein's Money*），都曾经在电视台持续播放了相当长的一段时间。然而，作为个人兴趣，他在公司财务方面下的工夫最多。本·斯坦曾经担任过《巴伦周刊》（*Barron's*）和《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）金融版方面的专栏作家，对 20 世纪 80 年代垃圾债券诈骗做出过重要评论。他还长期关注“公司决策自我处理”问题，并且撰写了两本个人理财方面的自助图书。与此同时，本·斯坦还经常往返于各个国家，从事学术交流活动和金融投资方面的演讲。（来源于 www. benstein. com）

菲尔·德姆斯，1972 年毕业于加利福尼亚大学，随后继续攻读沟通学硕士以及诊所心理学博士。作为一位在证券市场方面具有丰富经验的心理学家，菲尔·德姆斯为《华尔街日报》和《巴伦周刊》撰写专栏，同时也为《人类行为》（*Human Behavior*）和《今日心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理学》(*Psychology Today*)供稿。德姆斯的大量观点曾经被the Street. com网站和《财富》(*Fortune*)杂志所引用而成为投资方面的经典语录。身为注册投资顾问的他，还同时担任坐落于加州洛杉矶市的财富储蓄管理机构的主席。(来源于 www. phildemuth. com)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
CONTENTS

序言 …… 1

关于作者 …… 1

第一章 能把握市场时机吗 …… 1

第二章 价格的力量 …… 9
第一节 根据市场价格一次性投资 …… 22
第二节 根据市场价格定期定额投资 …… 23
第三节 1977 年至 2001 年 …… 25

第三章 市盈率 …… 29
第一节 根据股票市盈率一次性投资 …… 41
第二节 根据股票市盈率定期定额投资 …… 42
第三节 1977 年至 2001 年 …… 44

第四章 利用股息收益率把握市场时机 …… 49
第一节 根据股息收益率一次性投资 …… 59
第二节 根据股息收益率定期定额投资 …… 59
第三节 1977 年至 2001 年 …… 60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　基本价值 …… 63
第一节　使用基本价值的衡量方法一次性投资 …… 73
第二节　使用基本价值的衡量方法定期定额投资 …… 73
第三节　1977 年至 2001 年 …… 74

第六章　债券、股价、现金流比率和市售率 …… 79
第一节　1977 年至 2001 年 …… 84
第二节　股价与现金流比率 …… 86
第三节　市售率 …… 89

第七章　获得高回报的综合因素 …… 93
第一节　一次性投资 …… 96
第二节　综合因素 …… 99
第三节　逐年情况 …… 102
第四节　1902 年至 1913 年 …… 103
第五节　1914 年至 1922 年 …… 104
第六节　1923 年至 1929 年 …… 104
第七节　1930 年至 1939 年 …… 105
第八节　1940 年至 1945 年 …… 106
第九节　1946 年至 1953 年 …… 107
第十节　1954 年至 1972 年 …… 108
第十一节　1973 年至 1985 年 …… 109
第十二节　1986 年至 1995 年 …… 110
第十三节　1996 年至 2001 年 …… 110
第十四节　多高？多低？ …… 111
第十五节　1977 年至 2001 年 …… 115
第十六节　对市场时机和市场风险的补充说明 …… 118

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　如何把握市场时机 …………………………… 123
第一节　债券 ……………………………………… 128
第二节　股票 ……………………………………… 130
第三节　资产分配 ………………………………… 136
第四节　有价证券组合平衡 ……………………… 137
第五节　把握市场时机的代价 …………………… 141
第六节　谨慎投资 ………………………………… 146

第九章　向前看：注意要谨慎 ………………………… 151

附录 ……………………………………………………… 163
数据来源 …………………………………………… 163
数据分析 …………………………………………… 164

参考文献 ………………………………………………… 165

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

能把握市场时机吗

我们常常听到别人说：“你不可能掌控市场。”在证券市场的基本投资理念中，无论是诺贝尔经济学奖获得者还是证券经纪人，他们可能也都会持这样的观点，即你无法根据公开的数据来预测市场将会坚挺还是疲软。

请倾听这些声音吧：

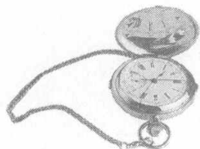
耶鲁大学基金会首席投资长官大卫·史文森（David Swensen），曾简明地说：“严肃的投资者决不会试图去掌握市场时机。”

史文森先生要好的朋友，投资经理兼评论家查理·埃里斯（Charlies Ellis）说过：“没有任何迹象表明，一些大机构总能够做到低买高卖。”

一位深受欢迎的证券投资评论家威廉姆·J·伯恩斯坦（William J. Bernstein）在他的文章《投资的四根支撑柱》（*Four Pillars of Investing*）中提出，金融机构和保险公司挑选时机买进证券的结果从来都是“……充满风险的……据相关新闻报道，根据市场时机做出的决策……甚至会更差……”

在诺贝尔奖获得者威廉姆·F·夏普（William F. Sharpe）的文章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《把握市场时机可能的收获》（*Likely Gains From Marketing Timing*）中，他曾经谈到："……一个管理者……也许应该避免把握市场时机……"

在预测学家拉里·E·斯韦德鲁（Larry E. Swedroe）的著作中，有一本书叫做《华尔街不想让你知道的事情》（*What Wall Street Doesn't Want You to Know*），其中提到，由于把握市场时机而发生的奇异事件有"很多"。斯韦德鲁先生还通过引用刊登在1997年5月12日《财富》杂志上的一篇文章中的内容——"没有人知道市场的走势……这是最简单的事实"，以表达同样的见解。然而，正如斯韦德鲁先生所指出的那样，这一论断并没有阻碍《财富》杂志试图揭示市场变化趋势的意图。

约翰·博格尔（John Bogle）是一位聪明过人、能力出众的权威投资专家，曾多年担任凡格德家族基金会（Vanguard family of funds）主席一职。他用平淡的语气说："的确，我对尝试把握市场时机的印象更多的是：它不仅不能给你的投资计划增值，反而会产生负面效应。"

以上这些说法是真的吗？

如果不是，那么实际情况可能会是怎样的呢？

把握市场时机是指在某个时期内我们可以发现并获得很多信号，而这些信号暗示了这段时间是比其他时间更好的证券买卖时机。把握市场时机是投资者参照某些数据后得出的一个结论，而且是一个利好结论。这是因为，既然市场价格会被高估或者低估，那么相应地，股票价格也有可能呈下降或者上升的趋势。

在当今，从某种程度上来说，认为不应该而且不可能把握市场时机的观点简直是荒谬的。无论如何，证券市场每时每刻的交易量都是一个巨大的数字。对于那些从事买卖行为的投资者来说，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有时候要在同一天内买进和卖出证券。可与大多数情况相异的是，他们通常从事的是个人证券的买卖活动。但是在多数情况下，他们的个人购买行为通过每分每秒的累计而形成了每天成百上千亿次的交易数据。

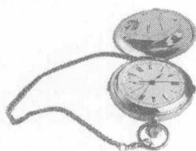
总的来说，大众投资者和投机人士每时每刻都在把握市场时机，而这种现象非常普遍，每天都在发生。非常明显的是，他们要为买进或者卖出哪一证券以及买卖的具体时机做出及时决定，而这就是把握市场时机。

当证券市场价格每天随着收益较差的传言下跌，或者随着美国联邦储备委员会准备干预金融市场的流言上升时，一些贸易商估计当前就是买进或者卖出的最佳时机而把握住了市场时机。所以从某种角度来讲，我们没有必要谈论把握市场时机，因为这种说法本身就没有实际意义，或者说没有哪个聪明人会这么做——除非我们认为大部分投资者都是笨蛋。如果认为大部分投资者都是笨蛋，那么我们可以进一步推测，在任何时间内，进行交易活动的人都不聪明或者缺乏经验，可这种推断明显是错误的。

那么，那些聪明的基金经理们又在做些什么呢？其中大多数人是通过买进和快速卖出证券以及多次快速操作来获得利润。但是，这样频繁的交易非常盲目，甚至比那些身处偏僻小镇的个人投资者都要更加盲目。在每一次买进或者卖出短线指标或者兑换贸易基金时，甚至在短时间内买卖股票时，他们都在把握市场时机。我们可以认为：这是一种把握市场时机的方法。如果说这些人都是傻瓜，那么他们中的许多人确实由于这种“愚蠢”行为而获得了巨大收益。

反对把握市场时机主义存在的重要因素很多，它与把握市场时机主义之间不可逾越的鸿沟就像直布罗陀海峡一样宽。如果把握市场时机的行为是徒劳的，那么又应该怎样解释价格的基础概念呢？价格如果对于其他因素都具有参考意义，那么怎么可能对证券毫无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意义呢？

这是一个至关重要的问题，我们的论题也要从此处开始。如果价格对于房地产、石油的未来前景、债券、汽车等商品都有意义的话，那么为什么对证券市场来说就毫无意义呢？如果价格与一间公寓楼的实际租金相比数值较“高”，那么根据股息、收益、账面净值或其他因素来计算，证券价格会不会出现相对“高”或者“低”呢？——或者价格是否可能通常也存在着相同的问题？如果天然气价格的高低与煤、石油有关，那么证券价格的高低怎么可能与其他投资等级、股息或者收益无关呢？

一般来说，股票价格告诉我们：从事短线投资是需要智慧的，我们应该获得与证券未来走向相关的所有数据，并且统揽全局。但是众所周知，价格可能只浮动了一角钱，或者也可能无时无刻不在变化着。而在长线投资中，股票价格可能与收益量、账面净值或者过去价格不相关吗？是否存在这样一种可能：证券价格完全是人为造成的偶然现象，而跟任何全球动态没有任何关系。如果真是这样，那么价格又是怎样形成的呢？

如果股票价格确实与衡量股票的因素以及全球的各种动态（包括劳动力在内）有关系，那么类似证券估价这种现象又是怎样形成的呢？在长线投资中，证券价格变动曲线无法用数字形式表现出来吗？可是，我们可以确定的是，楼房和物品出租可以获得比过去高许多倍的收入。尽管租金价格曾在过去出现过下降趋势，甚至还曾出现过最低点，但是租金像现在这样大大增长的情况并不多见。因此我们会想：为什么同样的事情不会发生在股票上呢？

就买卖证券来说，低估证券或者高估证券是不是真的没有区别？到底有没有其他因素在左右证券价格。如果证券可以被低估或者高估，而市场本身可能没有发生变动，那么是否是所有的证券都会被低估或者高估？如果有价证券可以被低估或者高估，那么股票上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或者下跌是否可能会出现类似的情形？

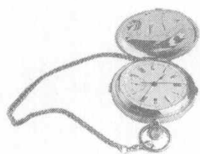
通过了解我们的初步研究，这些问题就会迎刃而解。我们观察了多年的证券收益状况——也就是以标准普尔指数[①]的总数量作为分子，总价格作为分母——结果发现得到的数值很低，甚至处于非正常值，也就是低于5%（市盈率大于20）。通过计算，我们发现市场在第二次世界大战后的5年、10年、20年时期里运行非常好。后来我们又比较了类似时期内的收益或者损失情况，开始点显示证券价格被低估，此时的名义收益率超过10%，市盈率低于10。总的来说，如果长线投资的时间起点显示证券市值被“低估”，那么投资者完全可以获得更高的收益。

由于受到证券低位与高位时买进的影响，我们根据一系列其他测量方法作了大量的研究，其结果都一样。不管使用怎样有效的工具，人们都很难通过证券价格的变动而在短期内准确地把握市场时机（至少我们不能）。也就是说，在几个月、一年或者更长时期内，价格的变动大都是偶然的，与我们所采取的计算方法联系得不是很紧密。

但是，通过长期观察总收益、股息收益率、市账率或者平均价格的变化情况，我们发现，那些长期被低估或者高估的证券的投资回报与上述这些数据是息息相关的。总的来说，在过去的一个世纪里，证券投资是一种充满利润的投资方式。我们发现，在市值被低估时购买股票可以获得更高的收益。然而通过“把握市场时机”以及借助其他的测量方式，投资者能获得更高的长期证券回报值，或

① 标准普尔指数（Standard and Poor's Composite Index）：美国最大的证券研究机构即标准·普尔公司编制的股票价格指数。标准·普尔公司每半小时计算并报道该公司编制的指数，发表在该公司主办的《展望》刊物上。许多报纸每天登载它的最高、最低及收盘价指数。美国著名的《商业周刊》杂志每期公布标准·普尔混合指数。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者获得了一组市值被低估的有价证券组合。根据我们的测量方式，不管证券价格是高还是低，当长期回报被看好时，如果投资者始终如一地买进证券，那么根据价格相关指数和简单易查的数据，投资者在某个时间点上买进证券，会在未来获得更好的收益。

在下面的章节中，我们将向您讲解，如何在长线投资中把掌握市场时机与每月买进的证券数量联系起来。这种联系简单明了，贯穿始终，其研究结果非常令人惊讶。我们记录下了证券价格与购买意向的相关度，比如当证券价格处于较低位时尝试购买，可以把投资者从短期灾难中拯救出来。记住凯内斯（Keynes）先生所说的："从长远角度考虑，我们都是会死的。"我们讨论一下哪种收益测量方法会带来最好的收益。

接下来我们会探讨为什么20世纪中的大多数聪明人可以控制数据，而常人却觉得"无法把握市场时机"（注意：这完全与由谁来选择起点和终点有关）。之后我们会尝试分析宏观因素的作用，例如收益增长或收益紧缩、长线投资或短线投资、利息率、股息水平、债券率和其他利息率等，以及为什么我们可以使用简单的方法来更有效地把握市场时机。

也许我们应该讨论：为什么在过去的一个世纪里把握市场时机会如此有效。我们或许会在新领域中采用新准则来证明先前所有的指南是完全过时的，可是这种"新范例"概念通常会过时。所以，尽管已逝的经验教训并不是完美的投资指南，但是它却是我们现在拥有的，且是仅有的最好指南。

再看一下我们所谈论的内容，以及得出的结论。

首先要注意：我们是否在按照自己制定的规则生活？我们每天是否都在吃自己做的饭菜（或取得的投资收益）呢？这两个答案都是肯定的。在没有完美的衡量方法的情况下，我们是怎么得到这些答案的呢？闲置资金就意味着没有任何投资收益，而通过自我决策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得投资收益要比这强多了。在投资大环境举步维艰的情况下，通过使用这些规则，我们已经获得了一些收益。更重要的是，到目前为止，按照这些原则我们避免了更大的损失。虽然未来不可知，但是我们仍要以史为鉴。此外，我们并没有能使你一夜暴富的技巧。这些技巧虽然不能保证在任何时候都能给你带来财富，但是学会使用它们至少会帮助你在投资中不断获利。当然，这些技巧不是唯一的证券投资技巧。

通过阅读本书，我们希望你能把自己从无数的问题中解放出来——解放自己的方法就是对价格进行深入分析。可是这绝不是一件易事。沃伦·巴菲特会说：赚钱的第一条原则就是不要损失；第二条原则就是记住第一条原则。我们可以再增加一条原则：在投资过程中，关键是不要自作聪明，而要避免做蠢事。我们希望这本书可以帮你理解这些原则，并且学会掌握投资时机的技巧。我们相信这本书一定会助你优化投资过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

价格的力量

让我们通过这本书来了解标准普尔 500 股票指数（Standard and Poor's 500 Index）。标准普尔公司专门从事金融分析业务，它通过对 500 只在美国工业领域中业绩领先的股票进行分析，得出标准普尔 500 股票指数，简称标准普尔指数。标准普尔指数被认为是美国证券市场的晴雨表。研究显示，没有一只股票能全面反映美国的证券市场，我们也不能用一只股票来概况整个证券市场的行情。所以，按照标准普尔指数进行证券交易成为投资者首选的证券投资方式。然而，对于如何把握个股买卖的时机，我们只能通过长期关注这只股票来判断它的未来走势，而除此之外，没有更好的办法。图 2—1 展现了标准普尔指数在 20 世纪里的走势变化。

标准普尔指数在 1902 年为 8 点，在 2001 年为 1148 点——这一涨势给人们留下了深刻的印象。但是，这几个数字并没有考虑通货膨胀的影响。你还记得什么时候能用五分硬币买得一颗棒棒糖吗？然而，通货膨胀使这些成为了回忆。为了更好地反映证券市场的真实情况，人们对标准普尔指数进行了调整，就出现了所谓的实际标准普尔指数。在本书以下章节中，我们都将使用实际标准普尔指数来分析 2001 年之前的大盘走势。如图 2—2 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



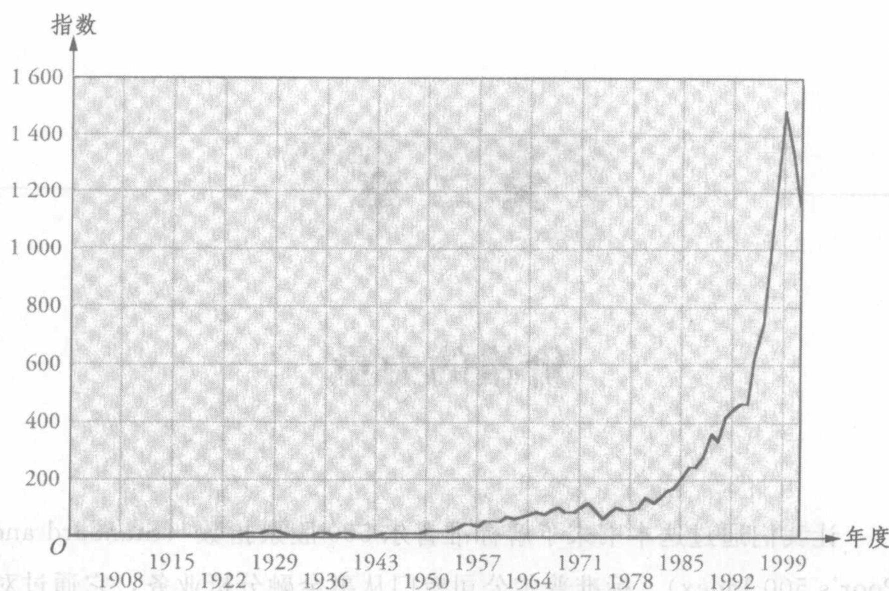


图 2－1　标准普尔指数

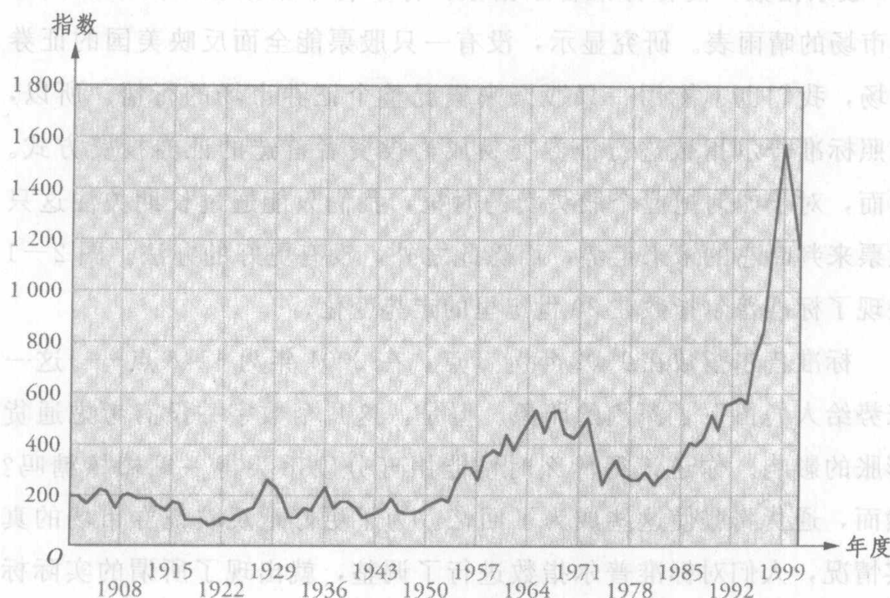


图 2－2　实际标准普尔指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2—2 显示出 20 世纪实际标准普尔指数的变动情况。在图中，我们可以清楚地看到，在 20 世纪 90 年代末，股市出现了令人难以置信的大幅上涨。这种上涨过程不是年年都有，很令人吃惊，不过持续时间非常短暂。我们将在下一章探讨这一问题。

在进入正题之前，我们需要解释一个概念，就是价格平均值。某日所有股票的收盘价总和除以股票的数量，就得到了“价格平均值”。随着时间的推移，我们会得到许多这样的平均值，而将这些值用线连接起来就形成了价格均线。我们可以根据 1902 年以前的数据来绘制价格均线，该曲线反映了 1887 年到 1902 年标准普尔指数的变化趋势；我们也可以通过 1888 年到 1903 年的标准普尔指数，来计算 1903 年以前的价格均线。以此类推，我们还可以得到 1904 年以前的价格均线。图 2—3 显示了实际标准普尔指数在 20 世纪的走



图 2—3 实际标准普尔指数与 15 年价格均线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



势，也反映出15年价格均线的走势。在图2-3中，价格均线就是那条穿过粗线的弯曲细线。标准普尔指数均线有时处于15年价格均线的上方，有时则处于15年价格均线的下方。

我们不一定非得选择15年作为价格均线的基准年限。根据相关数据，我们可以非常容易地获得10年价格均线或20年价格均线。总之，价格均线只是一种表示方法，表现了在任意给定时间内标准普尔指数与长期趋势均线的相对关系。在本书后面的章节中，我们将一直使用15年价格均线作为比较基准，这一基准具有非常重要的作用。

为什么所有人都可以凭直觉将目前的价格、历史惯例价格和实际价值三者进行比较呢？例如，我们在过去三年每月支付1000美元房租，而现在房东要求把价格提高到3000美元，那我们一定会觉得房租很贵，甚至可能有些气愤；又如，我们要买天然气，结果我们发现一家销售商的售价是每加仑50美分，那么我们可能会感到非常轻松，因为与以往价格相比，现在的天然气价格要便宜多了。所以在本书中，我们建议你最好在市值被低估的时候买进股票（这个问题非常简单，甚至连学龄儿童也可以理解，但你的经纪人可能未必明白）。具体来说，就是根据15年价格均线，我们希望能够找到股票在历史上出现低价或者高价的时间。这种计算方法属于基于历史成本的会计学范畴。

当前低价的股票，价格可能在未来上涨；而当前高价的股票，价格可能在未来下跌。这不足为奇，很多研究者都曾针对这种普遍现象做过研究：

• 1985年，德邦（Debondt）和泰勒（Thaler）曾经在《金融报》上发表过一篇题为《股市是否反应过度？》（*Does the Stock Market Overreact?*）的文章。在文中，他们观察了从1972年到1977年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这五年中每年表现最佳和最差的股票，并且把它们与整个纽约证券交易市场的股票表现进行比较。他们发现，过去五年表现最佳的股票的价格均线要低于总成交股票6个百分点，而同期表现最差的股票的价格均线则高于总成交股票18个百分点。

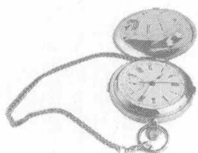
• 1988年，伯特巴（Poterba）和萨默斯（Summers）（拉里·萨摩随后曾就任国家财政部秘书）在《股票价格平均值的回落——现象和启示》（*Mean Reversion in Stock Prices, Evidence and Implications*）一书中表明了他们的观点。通过查看1926年到1985年全世界17个证券市场的回报率，他们发现：从长期角度来看，高回报率之后紧接着低回报率，低回报率之后紧接着高回报率。所以他们建议：通过购买那些近期遭受急剧下跌的股票，投资者可能会获得更好的收益。

• 朗尼（Lonie）在研究了英国的股票市场之后，也得出了同样的结论。在《过激反应效应——以英国为证》（*The Over-Reaction Effect—Some U. K. Evidence*）中，他指出：从1973年到1982年期间，投资表现最差的30只股票的收益率已经超过了1983年到1987年的类似时期内（和整个市场）表现最好的30只股票的收益率。

人们在选择股票时，会采用多种方式衡量股票的价格，那为什么不能将这种方法应用到整个证券市场呢？是的，单纯谈论市场价格高低没有多大意义，因为每次出现的时机都不完全相同，而且某一时机甚至会比其他时机更好——甚至会好很多。换句话说，我们总希望在市场价格更低时购买股票。

现在，让我们做一件简单的事情：我们将市场价格低于长期价格均值的股票定义为市场价格较低的股票。从图2—3中我们可以看出股票价格曲线（粗线）低于长期价格均线（细线）的时间。事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上，这种情况并不是每天都会发生。在后面的章节里，我们将讨论衡量股票价格高低的其他指标。

假设我们仅在市价低于15年价格均线时购买股票，那么我们就要把握市场时机的最基础、最原始的原则，即比较长期价格均线与当前市价曲线。这一原则是我们行动的唯一指南。想象一下，一位善于把握时机的投资者在20世纪只考虑了市场价格因素而购买了股票，那么他现在会怎样呢？是否存在一种能衡量价格的简易方法呢？

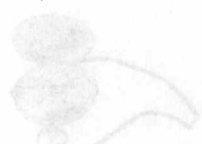
为了寻找这个问题的答案，我们观察了20世纪每年底股票价格价格线的位置，然后与15年价格均线相比较，以分析股票价格曲线是在价格均线的上面还是下面——这就是在该时期股票市价的长期意义。如果股票市价在长期价格线的上面，那么我们认为股票以溢价销售[①]；如果在长期价格线以下，那么我们认为股票正在以折价销售[②]。这样一来，我们可以将所有年份分成两类：一类是股票市值被高估（高价买进）的年份，另一类是股票市值被低估（低价买进）的年份。

综合来看，假设我们在所有市值被高估的年底买进股票，并且在5年、10年、15年、20年阶段内持仓。对于第一个高价买进年份（1902年），假设我们已经购买了标准普尔指数股票，然后分别将每只股票在1907年、1912年、1917年和1922年底的价格相加，这样就得到一个值。在下一个高价买进年份（1903年），我们同样分别将这些股票在1908年、1913年、1918年和1923年底的价格相加，这样也得到一个值。总之，我们观察这些高价买进的股票在5年、10年、15年、20年以后的表现，然后根据这些时间段来计算平均

① 溢价销售：指所支付的实际金额超过证券或股票的名目价值或面值。在基金上专指封闭型基金市场的买卖价高于基金单位净资产的价值。——编者注

② 折价销售：是指以低于面额的价格出售新股，即按面额打一定折扣后发行股票。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



回报，也就是5年、10年、15年和20年的总平均回报。

用同样的方法，我们可以计算所有低价买进年的股票价格平均值。通过观察股票从第一年即1907年底到1912年、1917年、1922年和1927年底的表现，我们发现，第二年（1913年）的价格非常有吸引力。也就是说，假如我们在1913年买进股票，并在1918年、1923年、1928年和1933年底将股票卖出，那么所得的假设回报量是相当可观的。20世纪的人们一直运用这种投资方法，来计算在每个5年、10年、15年、20年持有期间内的总平均回报。

图2—4显示了这两种投资战略的收入情况。通过比较20世纪的高价与低价购买情况，它直观地体现了两种投资方法在随后时期里的运行情况。

在特定的时期内，我们将股息再次投入市场，经通货膨胀调整

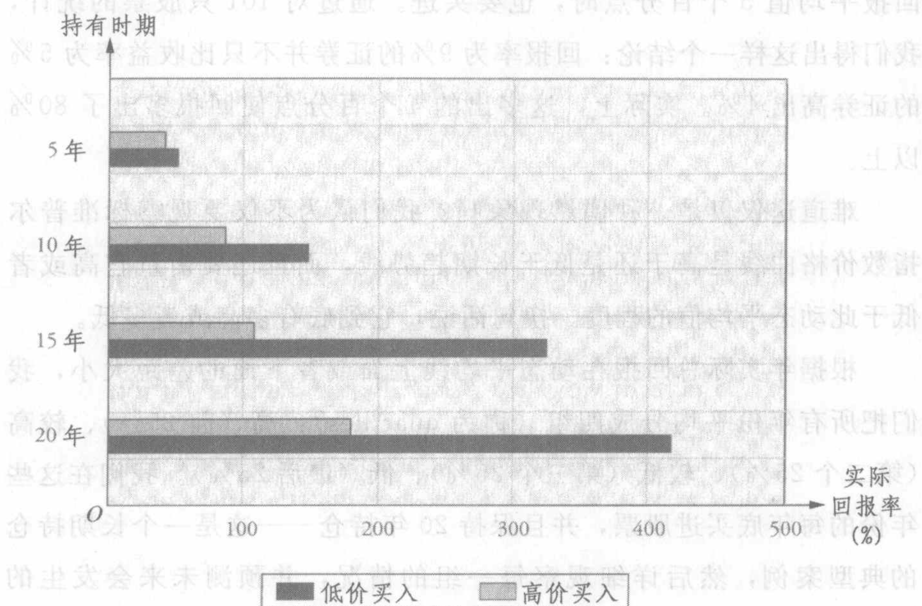
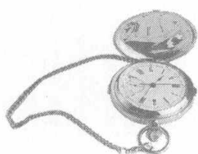


图2－4 1902～2001年，投资情况柱状图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后获得的收入称为总实际收入。我们将总实际收入作为一个固定的标准贯穿整本书。我们应该认清这样一点：总实际收入不可能展现所有的细节，因为它也对交易费用（税款、管理费用和手续费）等进行了调整。

在任何一种情况下，低价购买股票的投资者比高价购买的投资者拥有更高的实际总回报。

人们常常将把握市场时机作为短线投资战略而频繁使用，可即使是善于把握时机的投资者也会对股价的高低判断失误。实际上，把握市场时机是最合适的长期投资战略，而我们正希望读者能认识到这一点。这本书的读者是那些保守的长期投资者，而不是那些每天两眼紧盯着电脑屏幕、因为紧张而喝咖啡和抽烟的短期投资者。

将 5 年作为一个投资周期，当股票价格低于年实际总回报平均值 9 个百分点时，投资者应买进股票。而当股票价格高于年实际总回报平均值 5 个百分点时，也要买进。通过对 101 只股票的统计，我们得出这样一个结论：回报率为 9%的证券并不只比收益率为 5%的证券高出 4%。实际上，这多出的 4 个百分点使回报多出了 80%以上。

难道这仅仅是一种偶然现象吗？我们认为不仅要观察标准普尔指数价格曲线是高于还是低于长期趋势线，而且还要衡量它高或者低于此动态平均值的程度。换句话说，它到底有多高或者多低。

根据年实际总回报在动态平均线上面或者下面的差距大小，我们把所有年份平均分成四组（称为 quartiles）：高（前 25%）、较高（第二个 25%）、较低（第三个 25%）、低（最后 25%）。我们在这些年份的每年底买进股票，并且保持 20 年持仓——这是一个长期持仓的典型案例，然后详细观察每一组的情况，并预测未来会发生的事情。

我们先计算出每年的实际回报，然后比较这些年份中每一类股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的实际回报，计算结果如图 2—5 所示。从图中我们可以发现：购买时价格越高，总体回报就越差；购买时价格越低，我们反而越能够得到长期稳定的回报。

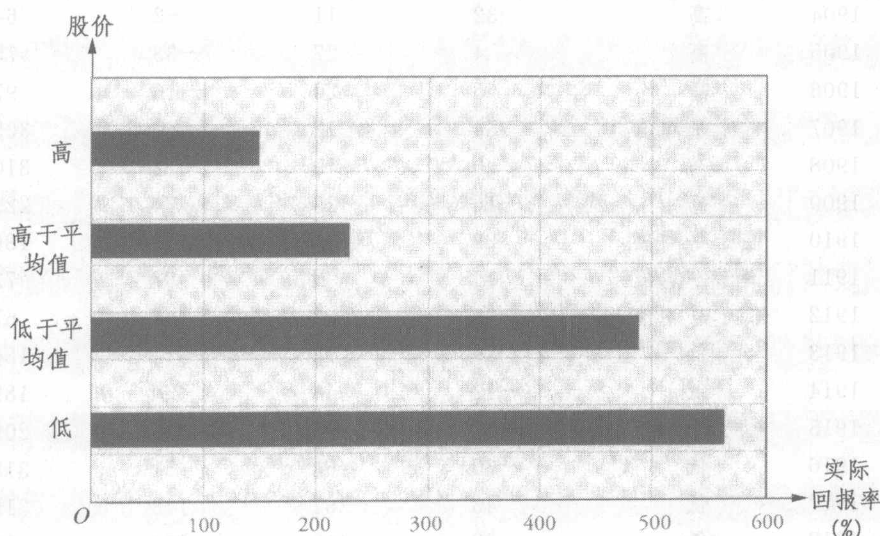


图 2—5　1902～2001 年，各类股票的实际回报率

奇怪的是，当我们购买股票时，在投资回报方面，购买时的价格似乎具有决定性作用。但是华尔街也有这样一种说法：无论曾经以何种价格购买股票，从长期来讲，你都不能把握市场时机，因为股票价格的长期发展趋势总是上升的。这与我们在本书中所要阐述的观点恰恰相反。我们认为，在购买股票的时候，我们不能忽略价格因素（但是人们往往会忽略），而这一因素恰恰非常重要。

表 2—1 显示出在 20 世纪中的每一年内，市场价格与所带来的回报值的关系。我们根据所带来的回报值，将市场价格分成四部分：高（前 25%）、较高（第二个 25%）、较低（第三个 25%）、低（最后 25%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

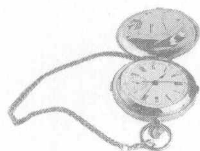


表 2—1 年度投资的实际总收益率

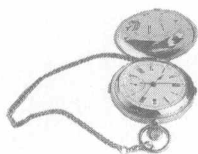
年份	价格	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1902	高	—11	45	0	43
1903	高于平均值	51	51	22	69
1904	高	32	11	—2	64
1905	高	4	27	—33	75
1906	高	5	20	—16	97
1907	低于平均值	64	12	61	305
1908	高	0	—19	12	310
1909	高	—16	—26	24	229
1910	高于平均值	22	—36	68	186
1911	高于平均值	14	—21	87	72
1912	低于平均值	—31	—2	148	67
1913	低	—19	12	311	186
1914	低	—12	48	291	189
1915	低于平均值	—47	38	135	209
1916	低	—30	64	51	318
1917	低	43	261	143	315
1918	低	38	409	254	439
1919	低	67	342	227	409
1920	低	163	346	488	472
1921	低	135	116	498	257
1922	低	152	69	189	204
1923	低	268	156	290	269
1924	低于平均值	165	96	205	242
1925	高于平均值	70	124	118	266
1926	高于平均值	—8	154	52	147
1927	高	—33	15	21	72
1928	高	—30	6	0	19
1929	高	—26	15	29	58
1930	高	32	28	115	143
1931	低于平均值	177	65	168	355
1932	低于平均值	71	80	155	426
1933	高于平均值	52	44	71	240
1934	低于平均值	56	75	114	443

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	价格	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1935	高于平均值	−3	64	84	399
1936	高	−40	−3	65	297
1937	低于平均值	5	49	208	450
1938	高于平均值	−5	12	124	473
1939	低于平均值	12	37	248	540
1940	低于平均值	68	89	413	613
1941	低	63	176	565	1022
1942	低	42	193	422	812
1943	低于平均值	19	136	505	804
1944	低于平均值	22	210	470	793
1945	高	13	205	324	639
1946	低于平均值	70	309	590	729
1947	低	107	268	544	933
1948	低	99	410	662	974
1949	低于平均值	154	367	630	670
1950	高于平均值	171	277	556	518
1951	高	141	306	388	485
1952	高	78	212	400	473
1953	高	156	283	440	358
1954	高	84	188	204	96
1955	高	39	142	128	91
1956	高	69	103	143	118
1957	高	75	180	221	118
1958	高	49	111	79	51
1959	高	57	65	6	44
1960	高	74	64	38	71
1961	高	20	44	29	18
1962	高	61	84	25	54
1963	高	41	20	1	50
1964	高	5	−32	−8	33
1965	高	−6	−21	−2	53
1966	高	20	7	−2	107

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续表）

年份	价格	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1967	高	15	−22	−4	73
1968	高	−15	−28	7	83
1969	高于平均值	−36	−13	26	167
1970	高于平均值	−16	4	63	147
1971	高于平均值	−10	−18	73	183
1972	高	−32	−17	51	157
1973	低	−16	26	115	251
1974	低	35	96	314	429
1975	低	24	94	195	453
1976	低	−8	93	215	457
1977	低	23	123	279	739
1978	低	49	155	316	987
1979	低	45	206	292	1 123
1980	低	57	138	346	813
1981	低	111	245	508	805
1982	低	81	208	582	?
1983	低于平均值	71	179	630	?
1984	低于平均值	111	170	742	?
1985	高于平均值	52	185	483	?
1986	高	64	189	330	?
1987	高	70	276	?	?

根据这个规则，我们来回想一下购买股票的类似经历是否曾发生在自己身上。你可能在第一次世界大战期间和 20 世纪 20 年代购买了股票，从而避免卷入 20 世纪 20 年代投资过热时期；你可能已经在“大萧条”时期以及第二次世界大战期间购买了股票；你也可能在 20 世纪 50 年代或者 60 年代期间没有购买任何一只股票，然而却在 70 年代和 80 年代早期再次买进股票；也可能你的 20 世纪最后一次购买行为发生在 1984 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

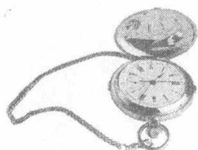


熟悉华尔街故事的人们会意识到，这一行为确实与其他人的处事方式相反。低价收购是一种反向（contrarien）投资哲学。当市场处于牛市时，大多数人都会表现得非常激动，最近的案例是发生在20世纪90年代的网络与电信泡沫。那个时候，无论到任何地方，你都能听见人们吹嘘他们抛售高通（Qualcomm）和雅虎（Yahoo）等高价证券的“英明之举”。而从那段时期之后一直到2002年，市场状况却始终萧条。

当公众对股票走势感到兴奋的时候，虽然股票价格已经达到了比较稳定的水平，以至敏感的投资者们都觉得此时的股价攀升得过高了，但是注重股票价值的投资者们仍会进行精确的计算并根据计算结果买进股票，总之没有人愿意坐着干等。可是在大萧条或者20世纪70年代中期，当股票市场总价值的损失过半时，大部分人都心有余悸，不愿意听到“股票”这两个字，而只有一些敏锐的能把握市场时机的人愿意掏腰包，大胆买进，等待获利。

做一些与大多数人不同的事情需要拥有一个良好的心态。根据价值规律，当每一个人都强烈要求买进股票时，股票价格往往会出现最高点。可是，如果市场前景堪忧，股票价格就会下滑。随大溜儿的心理会放松人们的警惕，而且更重要的是，它会给我们带来一种安全感——即使“随大溜儿”事实上像被拴在大铁块上坠下悬崖一样，我们仍然会感觉那是安全的。相反，放弃这种安全感则需要面临更多的心理考验，比如为了获得更大的回报，人们往往会通过运用把握市场时机的技巧来投入更多的资金。但是，如果能经受住这种心理考验，你可能会因此避免卷入下一次的市场泡沫。这时的你可能已赢得了价值一辆雷克萨斯的收益，而你的邻居们还在每天为买进卖出而奔波。人们都希望在此生中不要碰到市场泡沫，这也不是完全不可能的事。而要想让它成为可能，那就请记住我们前面列出的这些图例和表格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票市场中经常会发生异常现象，而这些异常现象往往稍纵即逝。可是，低价买进与这些异常现象不同，它能持续存在。这是因为，当每一个人都认为“天要塌了”的时候，人们的情绪就会越来越狂躁，而反对华尔街的声音也会越来越大。这时，分发股息成为缓解这种状况的手段之一，从而使低价买进的可能性会持续一段时期。

第一节 根据市场价格一次性投资

请思考另外一种情况：在20世纪的某段时间，两位投资者每人拿5万美元在股票市场上进行投资。其中一个人采纳了华尔街过于乐观的建议，即从不根据市场价格改变策略；而另外一位有胆有识、经验丰富的善于把握时机的投资者，只在市场价格低于长期价格平均值时进行投资。我们想一下，谁的投资策略更加有效呢？

通过计算1901年到1981年间（由于没有接下来20年的投资回报数据）的数据，我们可以获得这两位投资者的大致结果。前一位投资者将获得20年总平均回报；而只有当股票价格低于长期价格平均值时，善于把握时机的投资者才享有20年总平均回报。

前一位投资者的5万美元在20年后增长为21.85万美元，年回报率达到7.7%。然而在同一时期内，善于把握时机的投资者凭借低价购买证券，他的5万美元在20年后增长为31.35万美元，年平均回报率达到9.6%。事实证明，善于把握市场时机的投资者比普通投资者的回报多了9.5万美元——高出25%。

当然，在实际投资过程中，两位投资者不会在长期价格相对稳定的某一年份中投资，而是在某一个特定年份中进行投资，且这一年的价格可能会高于或低于长期动态价格平均值。如果该年市场价格低于长期平均值，那么前一位投资者将得到和善于把握时机的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者相同的结果。但是如果前一位投资者在市场价格高于长期平均值的年份投资，那么其投资结果将显著低于上面提到的平均值。图2—4中显示了比较结果。

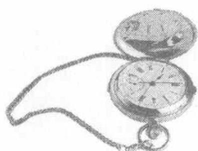
从上面的阐述中可以看出，如果换一种假设，一般投资者的5万美元就会仅增长为5.9万美元。而对于善于把握时机的投资者来说，在20年后，不但不会立刻出现收益变差的拐点，而且这时原来的投资额已经增长到了8.35万美元。这说明了一个什么道理呢？我们得出的结论是：低价买进并不一定能够带来最大的回报。如果未来市场出现熊市，那么投资者应该运用有效的防御策略。而从价格出发把握市场时机，敏感的投资者会更好地决定何时采取行动。

第二节　根据市场价格定期定额投资①

对于缺乏大量资金又想获得一些收益的散户来说，定期定额投资是华尔街金融家们向他们推荐的投资战略。投资者通过规划投资账户，在力所能及的情况下，每月或每年做小额投资，一般都能在固定时间内获得固定额度的收入。例如，从收入或者消费账户中取出一部分资金购买开放式基金等，都能获得一些收益。定期定额投资假定每月或每年都有同样好的投资机遇，这是一种把握市场时机的有效方法。华尔街金融家们指出，市场价格下降简直是再好不过的消息，因为人们能用相同数量的美元购买更多的股票，可当市场价格上升时，人们使用同样数量的美元只能购买较少的股票。购买股票数量的多少并不是我们要强调的内容，因为只要市场价格上升

① 定期定额投资（Dollar cost average）：投资者每月购买固定金额的股票或者基金，而不管股票或者基金的价格如何，具有强制储蓄的功能。操作的结果是，投资者的平均成本要比基金或股票的平均市场成本低些。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就会获得收益。对于投资者来说，他们希望无论市场情况如何都能获利，即能获得双赢。但事实真的如此吗？其实，计算年价格平均值的方法收效甚微，而寻找并把握合适的投资机会，才能使投资者获得更好的收益。

假设在1901年年底，两个投资者同时决定买进股票。其中一个人听从华尔街投资家的建议，无论投资大环境是晴是雨，都决定在年底定期定额投资；而另外一位明智而谨慎的善于把握时机的投资者，仅在市场价格低于15年价格均线的每年底购买标准普尔指数股票。二人的最终投资趋势如图2—6所示。

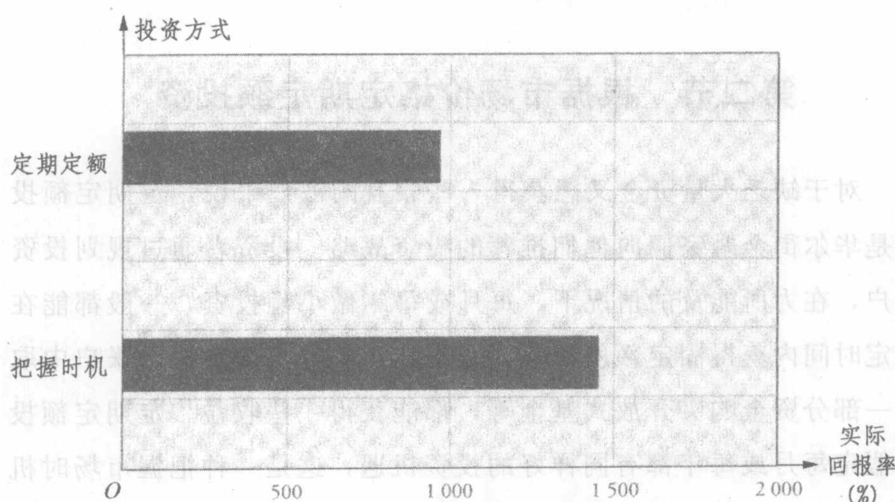


图2—6　1902～2001年，定期定额投资方式与把握时机投资方式的回报比较

从上图中可以看出，定期定额投资方式的投资者获得了951%的投资实际总回报。这个回报率真令人惊讶，投入的10万美元已经增长到105.100 8万美元。无疑，20世纪曾经是买进股票的极佳时期，这种先见之明使他取得了丰厚的回报。

尽管如此，我们再来关注善于把握时机的投资者的投资历程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与前者相比，他预料到应该在中期买进股票。因此在股价处于高位时，他不断地把钱存入银行以增加投资总量。具体操作就是，每当认为股票值得购买时，他就立刻投入 2 000 美元。然而，与此同时，定期定额投资者还在以定期定额投资基金的方式每年投入 1 000 美元。

由于善于把握时机的投资者仅在 20 世纪发现了 40 个值得购买的时机，所以他的投资总额仅为 8 万美元。可现在，他拥有的资产已经达到 122.621 3 万美元——回报率高达 1 443%，比定期定额投资者的收益率高出 51%（没有考虑货币的时间价值和收益率）。从中可以看出，是否把握市场时机导致了这两位投资者收益的巨大差异。

第三节　1977 年至 2001 年

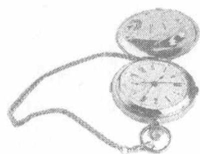
沿着时间线进行动态分析又会给我们带来什么新发现呢？想象一下，如果上述两位投资者都从 1977 年开始实施投资计划，并选择月投资的方式，这会发生什么结果呢？

在这段时间，不管证券市场价格是多少，定期定额投资者都将根据标准普尔指数，每月把辛苦工作所得收入中的 100 美元投入市场。而善于把握时机的投资者只在市场价格低于长期趋势曲线时才买进股票，并每次投资 200 美元，如图 2—7 所示。

实际上，善于把握时机的投资者运用的是一种变量技巧。他在 1985 年 6 月购买股票。而此后，市场价格曲线开始穿过 15 年价格均线向上发展，即从那时开始股票价格长期处于高位。也就是说，在 1985 年 6 月之后，他并没有发现很多的投资机会，于是他只能进行股息再投资，否则资金将得不到利用。

到 2001 年年底，定期定额投资者以每次投入 100 美元的方式，将总共 3 万美元的资金投入股票市场，其投资总价值同期增长到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



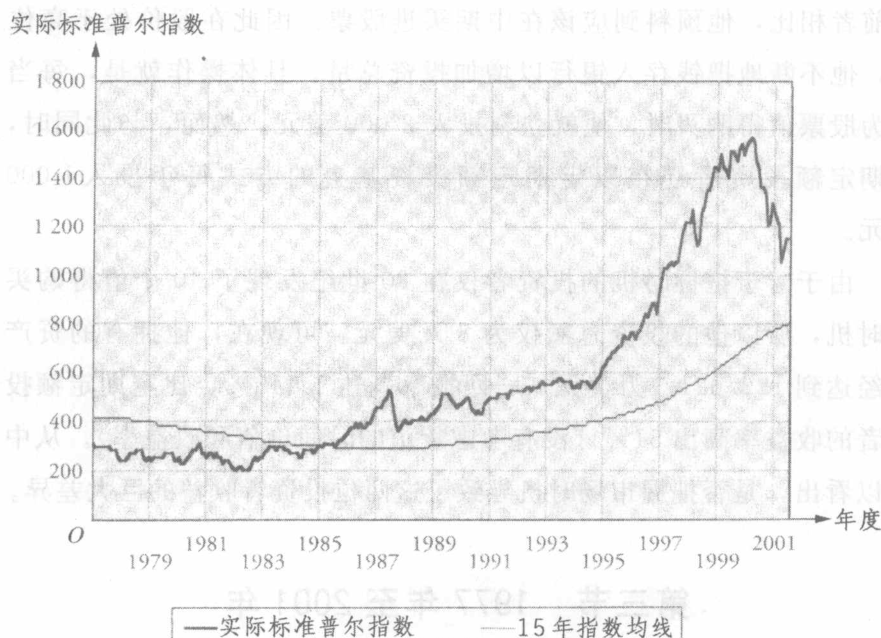


图 2-7 1977～2002 年，实际标准普尔指数与 15 年指数均线

7.509 5万美元——盈利率为 150%。而在相同的时期内，善于把握时机的投资者虽然仅发现了 2.04 万美元的机会投资，但此时账户中却持有 7.818 0 万美元——盈利率达 283%，比定期定额投资者多出 89%。二者的财富对比如图 2-8 所示。

将当日市场价格与长期价格平均值进行简单比较，我们便会发现：通过低价购买，善于把握时机的投资者获得了更多的回报。这个结论看起来很简单，以至人们都不相信。然而到目前为止，事实确实如此。

我们在前面章节中已经提到过，在过去 15 年中，善于把握时机的投资者一直持仓观望，以等待机遇的降临。如果投资债券，他将获得 1.727 1 万美元的额外收益，并使投资总价值达到 9.545 1 万美元，可相比之下，定期定额投资者只能获得 7.505 9 万美元的投资总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

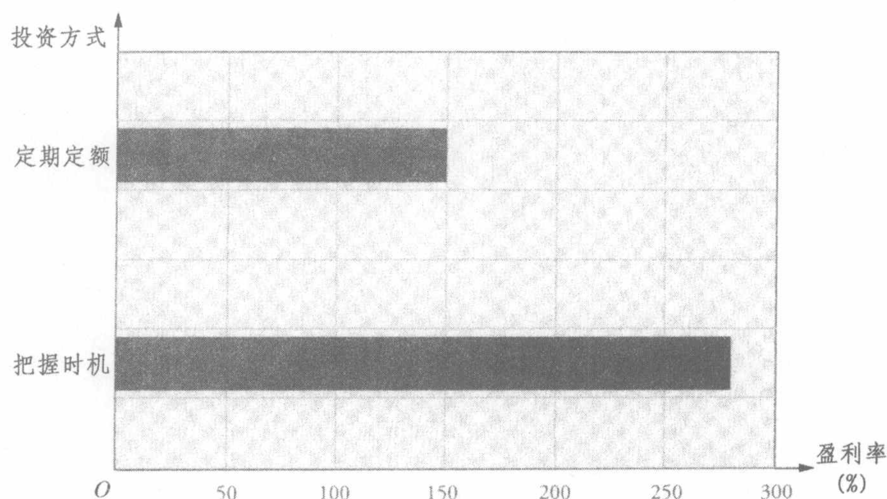


图 2-8　1977～2001 年，定期定额投资与把握时机投资方法的比较

价值。如果善于把握时机的投资者去购买短期国库券，那么虽然这种投资方式完全没有风险甚至令人感到有些无趣，但他仍然会获得 1.142 7 万美元的额外收入，其总投资价值也将达到 8.960 7 万美元。可是，是否真的存在某种把握市场时机的技巧呢？

观察了证券市场与价格的关系以后，接下来我们将探讨价格相关因素对股票市场估价的影响。我们现在将话题转向证券市场中一个很流行的衡量因素：市盈率。它是否能帮助我们把握市场时机呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

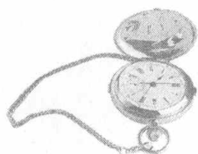
市盈率[①]

市盈率是除原始价格以外最基本的股票衡量因素之一。所谓股票市盈率，就是每股股价与每股盈利的比率。买进股票后，你便获得了该公司的股权。事实上，你拥有公司的小部分资产，并在某种程度上分享公司的利润。股票市盈率的大小可以告诉我们获得一定收入所需投入的资金量。

在投资收益未知的情况下，股票价格是不确定的。比如购买一座公寓，除非你了解租金收入量，否则你不可能知道购买方可以接受的合理价格。又比如在阳光明媚的加利福尼亚州的圣塔莫尼卡(Santa Monica)，如果一座朝向大海的房产被市政机构租用（事实上存在很多这种情况)，那么拥有者将提出较低的销售价格，因为收回的租金甚至不能够支付一笔小额抵押借款。笔者在大学期间曾经住在一所名为“蒙特祖玛大厅”(Montezuma Hall）的简易公寓里。跟附近的学生公寓相比，这里居住条件相对较好，于是一度成为学

① 市盈率（Price/Earnings ratio，price/earning multiple）：又称估值比率，指公司当时每股股价与每股盈利的比率，即：市盈率＝每股股价÷每股收益。每股盈利一般根据过去四个季度的盈利计算（现行市盈率），但有时也根据未来四个季度的盈利预测计算（预测市盈率）。第三个计算方法是将上两个季度的实际盈利加上未来两个季度的预测盈利，然后根据所得总和计算市盈率。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生们的首选。由此可见，租赁的非弹性需求会使市场价格随之起伏，而这又会导致你对其实际价值产生完全不同的判断，因此盈利状况就决定了其价格的高低。

美国富达投资公司的彼得·林奇（Peter Lynch）先生指出："公司的收益促进了股票市场的发展，就这么简单。"当股票价格或整个市场价格不能反映上市公司的收益时，市场肯定出了某些问题。这种情况可能会发生，但最终市场会平衡下来，并持续一段时间。举个例子，只要查看股票市场价格和公司收益的历史数据，我们就会同意耶鲁大学经济学家罗伯特·施乐（Robert Shiller）的观点——他曾在著作《丰富的非理性活动》（*Irrational Exuberance*）中预测出了发生在20世纪90年代的股票市场泡沫。

在证券市场，公司的账目是公开的，这也是股票能公开销售的一个重要条件。公司收益是指公司税后所得利润。为了追求未来收益的增长，投资者会把收益以股息的形式分发给股票持有者，或者把这部分资金再次投入市场。去年公司股票市盈率为10，这意味着价值为10美元的股票会带来1美元的收入。同理，公司股票市盈率为30，意味着价值为30美元的股票会带来1美元的收益。

那么为什么在可以买进市盈率为10的股票时，有些人却愿意买进市盈率为30的股票呢？从总体上讲，这是因为市盈率较高的股票其价值增长也较高。也就是说，投资者希望能够更早获得股息和股票的其他收益。有时在分红之前，为了实现股息最大化甚至以溢价的方式销售股票，这已经成为我们不得不考虑的价格因素的一部分。投资者有时也希望能够通过承担风险以确保在未来获得更多的收益。然而不幸的是，每一个市盈率较高的上市公司，都有可能变成下一个泡沫公司的危险。而这将直接导致公司的倒闭，而退出商界。如果有一天你发现没有收到kozmo.com公司的比萨饼或者HomeGrocer.com网站递送的货物，那么这说明了他们现在都已经破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

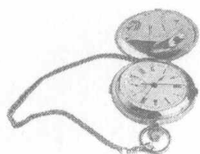
在投资经典书籍《高明的投资者》（*The Intelligent Investor*）中，本杰明·格拉汉姆（Benjamin Graham）推荐将股票市盈率作为了解市场的手段。但是，出发点不是为了寻找增长中的股票，而是发现在竞争中被忽略的、不受欢迎的公司。虽然公司价值可能被投资者们低估，但是它们却是比较分析价格的最佳参照物。由于网络技术的发展，人们轻按一下键盘就可以立刻获得大量的股票研究分析报告，而那些价值较低的优质股票却往往被埋没了。格拉汉姆认为，总体来说，投资市盈率较高的股票不一定会带来高收益。投资者们都喜欢看到好的结果，而一些公司（比如新技术公司）的股票的确令人振奋，其市盈率也很高，以至很多人在股票价格上升的过程中不断持仓。但是当投资收益令人大失所望时，其股票价格可能会急剧下跌。比如非常受关注的网络公司 CMGI（College Marketing Group Information，一家美国技术与网络投资公司），其股票价格在 1999 年高达 1 000 美元。可这时公司的收益为零，市盈率为无限大。如果你喜欢这种每股售价达 1 000 美元的股票，那么你可以买进这家网络公司的股票，但是在写作此书时，其销售价格已经跌至每股 35 美分。

格拉汉姆了解这些情况，因此他推荐投资者们避免购买任何市盈率超过 20 的证券。像沃伦·巴菲特（Warren Buffett）那样成功的长期投资者，也是在充分衡量股票的价值后才投资的。虽然一些大幅增长的股票，以及稀奇古怪的、存在价值欺诈的公司无疑都将失败，但是能充分衡量股票价值的投资者为判断失误付出的代价会更小。

以实践经验为指导，格拉汉姆认为市盈率较低的股票会带来更大的收益：

• 詹姆斯·P·欧肖内西（James P. O'Shaughnessy）发现，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



果在1951年到1994年期间的每年年初购买市盈率较低的50只标准普尔指数股票（这些股票的市盈率是当时整个证券市场市盈率的88%），那么这些股票的年综合回报率为13.47%，与同期市盈率较高的标准普尔指数股票（回报率为11.41%）相比，其回报率要比它高出18%。

• 1977年，桑乔·巴苏（Sanjoy Basu）在《金融报》（*Journal of Finance*）上，公布了他的研究成果。将纽约证券交易所的从1957年到1971年的股票按照市盈率最低、低、中、高和最高五个等级分五组排序后，他发现：1971年以后的几年中，市盈率最高的一组股票的年回报率为9.3%，而市盈率最低的一组的年回报率为16.3%，且不存在附加风险。

• 根据股票市盈率的高低，罗杰·伊伯逊（Roger Ibbotson）把纽约证券交易所1967年到1984年这18年间的股票分成10组。他发现那些市盈率最高的股票的年复合回报率比这18年的平均值高出5.6%，而市盈率最低的股票的年回报率为14.1%（比市盈率最高的股票大致高出152%）。

• 拉克尼首克（Lakonishok）、威士尼（Vishny）和施雷弗（Shleifer）按照股票市盈率的高低，把从1968年到1990年间的纽约和美国证券交易市场中的股票分成10组，并在五年内跟踪它们的变动趋势。最后发现，市盈率最高的一组在之后的五年里，其平均年回报率为11.4%；而市盈率最低的一组，平均年回报率达到19%。**（请读者注意：无论你怎样选择股票，都存在很多相对高回报和相对低回报的时期。）**

• 此外，人们还发现，在英国、德国、法国、瑞士和日本的证券市场中，市盈率较低的股票可以获得类似利润。迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和施陶顿（Staunton）预计整体股票价格每月会提高0.26%，这已经得到国际经验的证实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么市盈率较低的股票比市盈率较高的股票更容易上涨呢？

我们可以从回归平均值这一统计学概念中找到答案。平均值采用一种特别的方法陈述了如下规律：极端的结果一般会发生在平常的结果之后。它解释了为什么可以用市盈率（以及我们将讨论的其他价格衡量方法）来把握市场时机。

昨天，一名垒球击球手打出三个全垒打（占本赛季全垒打总数的0.333），得到了1 000分。那么这是否意味着，今天他也有可能会打出1 000分呢？不一定，他的平均击球数仍然会回到0.333左右。

今天，这一名击球手错过了所有三次跑到本垒的机会，仅得了0分。那么这是否意味着他应该由于从今天开始计算仅获得0分就被解雇呢？不一定，因为他的平均击球数仍然是0.333左右。

在本书中，回归平均值就像弹力橡胶条，它给大部分掌握市场平均价格的衡量方法提供动力。无论一个数字偏离平均值多远，它都如同我们的日常经历一样，会回到平均值，也许不能一次完全回归或者今天不能立刻回归，但最终总会回归平均值。

由于极端结果可能存在诸多干扰因素，所以人们对极端结果的判断往往容易误用一些错误的衡量方法。比如，如果高速公路上驶过一辆劳斯莱斯汽车，你能很快猜出驾驶者的收入吗？呵呵！你也许能，也许不能。他有可能是一位车迷，或者是正在寻找人生目标的社会中上层雅皮士①，但更有可能是一位身家1 000万美元、5 000万美元、1亿美元或者更多的富翁。你可以有多种猜测，但是正确

① 雅皮士（yuppie）：雅皮士是美国人根据嬉皮士仿造的一个新词，意思是“年轻的都市专业工作者”。雅皮士主要从事那些需要受过高等教育才能胜任的职业，如律师、医生、建筑师等。他们没有颓废的情绪，但不关心政治与社会问题，只在意赚钱。雅皮士是成熟优雅的代名词。他们是20世纪80年代的主角，追求金钱、热衷于各种名牌。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



答案只有一个。顺便补充一点，如果你认为慢车道上的卡车司机非常贫困，那么说明你没有读过斯坦利（Stanley）和丹科（Danko）的《隔壁的百万富翁》（*The Millionaire Next Door*）一书，或者你从来没有在美国中西部生活过。

由于长期经受市场的考验，上市公司的股票价格与收益报告被日复一日、年复一年地计算着，而市盈率的边际错误也一直在被纠正，始终被一些更加准确的信息所替代。这样，系统会回归平衡，就像橡胶条弹回一样。

假如我们在股票市盈率较低时买进大量股票，那么在此后的几年中，这是否会比购买单只股票获得更高的回报呢？如果我们把标准普尔指数的500家公司股票当作市盈率单一的某种股票买进，那么会获得怎样的收益呢？如果我们在股票市盈率较低时购买股票，那么回归平均值后，股票价格会不会被再次拉高呢？如果答案是

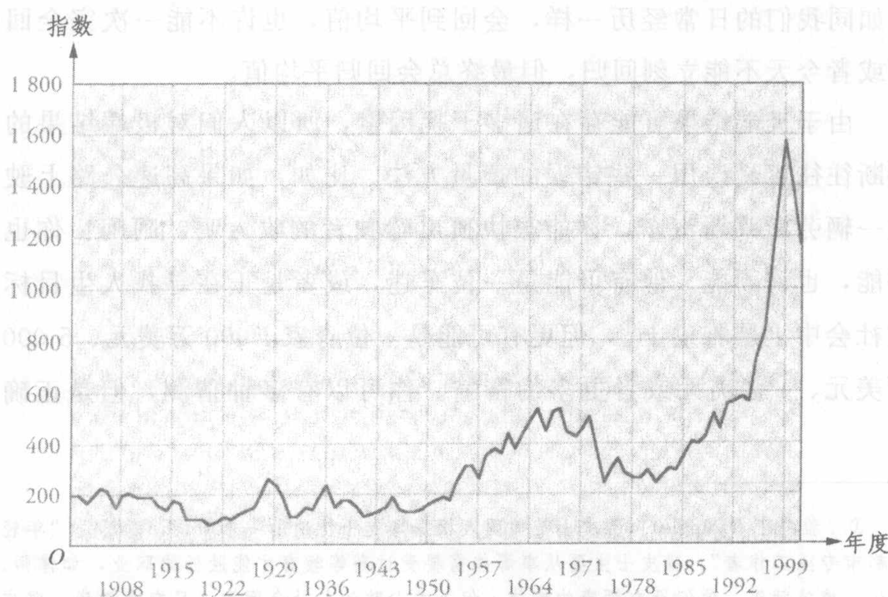


图 3-1　实际标准普尔指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯定的，那么这意味着我们可以使用市盈率这种方法来把握市场时机。

在20世纪，标准普尔指数股票的平均市盈率在16左右，且大部分股票的市盈率在5至30之间浮动。20世纪的实际（通货膨胀调整后的）标准普尔指数如图3－1所示。在图3－2中，标准普尔指数的市盈率（粗线）在15年价格均线（细线）的附近上下波动。

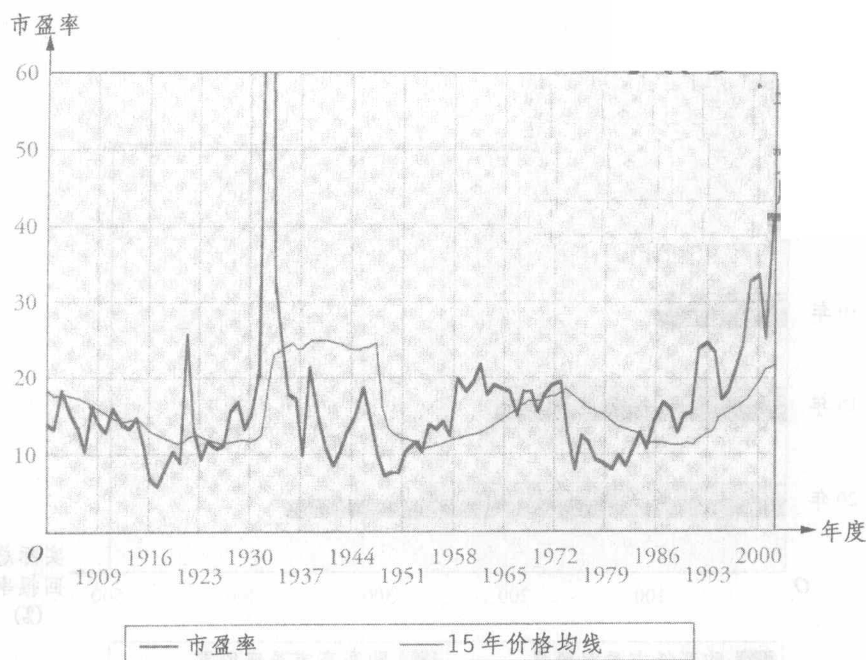
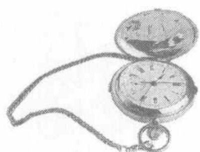


图3－2　1902～2001年，标准普尔指数市盈率

1932年，市盈率猛增到130——这个数字甚至超过了图表纵轴中的最大值。由于经济大萧条，股票价格遭到连续重创，直接导致股票收益的大幅跌落。分母（收益）下降的程度要比分子（股价）的下降程度更大，这导致了市盈率在短期内的快速增加。我们希望这种现象在将来任何时间内都不要再出现，永远也不要考虑它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据股票市盈率与价格平均值之间的关系，我们首先把 20 世纪每一年的数据进行分类，如果市盈率高于价格均线，那么这时的市值被高估，我们可以高价买进股票；而如果市盈率在价格均线的下方，那么这时的市值被低估，我们以低价买进股票。我们衡量了所有被低估或高估的年份中获得的总回报，结果如图 3－3 所示。如果在过去五年内市盈率最低的时候购买股票，那么我们将获得大量收入。由此可见，这种方法可以用来把握市场时机。

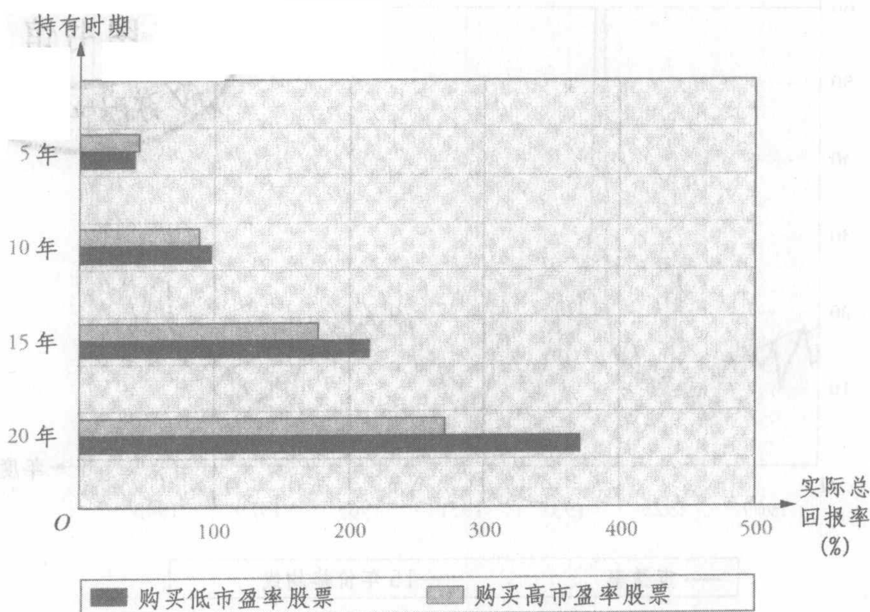


图 3－3　1902～2001 年，通过市盈率把握投资时机

下面我们来研究一下市盈率高低与股票购买时机的关系。我们都知道，橡皮条越被拉伸，就越容易弹回到原来的位置，而市盈率高低与股票购买时机的关系就如同橡皮条一样。通过比较每年年底的股票价格均值，并根据市盈率的高低，我们把 20 世纪的所有年份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分成四类：高（前25%)、较高（第二个25%)、较低（第三个25%)、低（最后25%)，然后再计算出这20年内投资获得的总回报，并且求出每一类年份的平均回报。结果如图3－4中所示。你可以清楚地看到在市盈率最低时买进股票的好处。除非出现像1933年那样的市盈率反常波动现象，否则市盈率最高时（股票市盈率最高的那些年份）就是最差的投资时机，而投资者千万不要在这个时间买进股票。

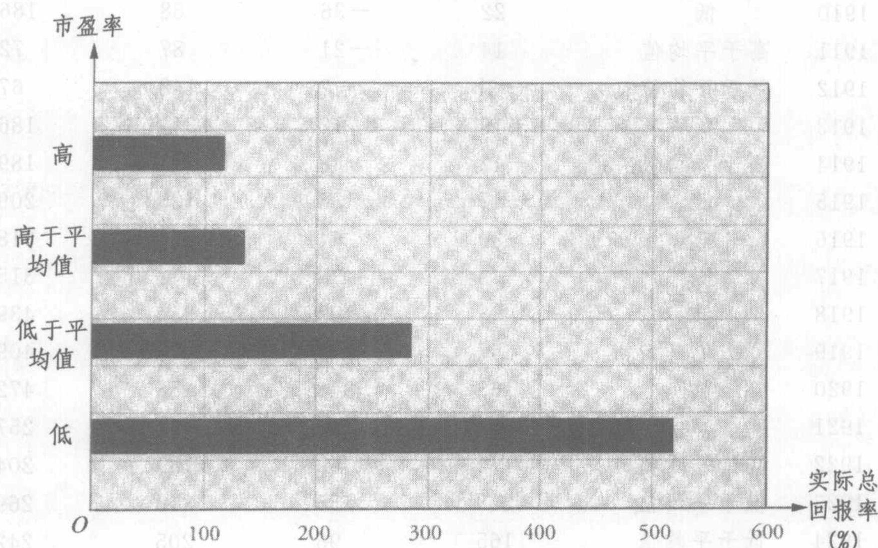


图3－4　1902～2001年，四组市盈率不同的股票的20年实际总回报率

表3－1显示了20世纪每一年内的市盈率，以及当年的股票市场回报。结果十分明显，低价购买的股票带来了高回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

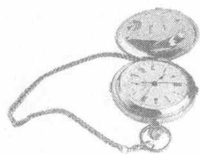


表 3－1 根据市盈率购买股票的实际总收益率

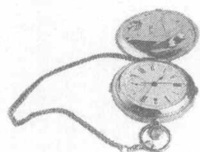
年份	市盈率	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1902	低	－11	45	0	43
1903	低	51	51	22	69
1904	低于平均值	32	11	－2	64
1905	低	4	27	－33	75
1906	低	5	20	－16	97
1907	低	64	12	61	305
1908	低于平均值	0	－19	12	310
1909	低	－16	－26	24	229
1910	低	22	－36	68	186
1911	高于平均值	14	－21	87	72
1912	低于平均值	－31	－2	148	67
1913	低	－19	12	311	186
1914	高于平均值	－12	48	291	189
1915	低	－47	38	135	209
1916	低	－30	64	51	318
1917	低	43	261	143	315
1918	低	38	409	254	439
1919	低	67	342	227	409
1920	低	163	346	488	472
1921	高	135	116	498	257
1922	高于平均值	152	69	189	204
1923	低于平均值	268	156	290	269
1924	低于平均值	165	96	205	242
1925	低于平均值	70	124	118	266
1926	低于平均值	－8	154	52	147
1927	高	－33	15	21	72
1928	高	－30	6	0	19
1929	高于平均值	－26	15	29	58
1930	高	32	28	115	143
1931	高	177	65	168	355
1932	高	71	80	155	426
1933	高于平均值	52	44	71	240
1934	高于平均值	56	75	114	443

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	市盈率	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1935	低于平均值	－3	64	84	399
1936	低于平均值	－40	－3	65	297
1937	低	5	49	208	450
1938	低于平均值	－5	12	124	473
1939	低	12	37	248	540
1940	低	68	89	413	613
1941	低	63	176	565	1022
1942	低	42	193	422	812
1943	低	19	136	505	804
1944	低	22	210	470	793
1945	低	13	205	324	639
1946	低	70	309	590	729
1947	低	107	268	544	933
1948	低	99	410	662	974
1949	低	154	367	630	670
1950	低	171	277	556	518
1951	低于平均值	141	306	388	485
1952	低于平均值	78	21 2	400	473
1953	低于平均值	156	283	440	358
1954	高于平均值	84	188	204	96
1955	高于平均值	39	142	128	91
1956	高于平均值	69	103	143	1 18
1957	高于平均值	75	180	221	118
1958	高	49	111	79	51
1959	高	57	65	6	44
1960	高	74	64	38	71
1961	高	20	44	29	18
1962	高	61	84	25	54
1963	高	41	20	1	50
1964	高	5	－32	－8	33
1965	高于平均值	－6	－21	－2	53
1966	低于平均值	20	7	－2	107
1967	高于平均值	15	－22	－4	73

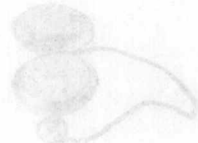
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续表）

年份	市盈率	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1968	高于平均值	−15	−28	7	83
1969	低于平均值	−36	−13	26	167
1970	高于平均值	−16	4	63	] 47
1971	高于平均值	−10	−18	73	183
1972	高于平均值	−32	−17	51	157
1973	低	−16	26	115	251
1974	低	35	96	314	429
1975	低	24	94	195	453
1976	低	−8	93	215	457
1977	低	23	123	279	739
1978	低	49	155	316	987
1979	低	45	206	292	1123
1980	低	57	138	346	813
1981	低	111	245	508	805
1982	低	81	208	582	?
1983	高于平均值	71	179	630	?
1984	低	111	] 70	742	?
1985	高	52	185	483	?
1986	高	64	189	330	?
1987	高	70	276	?	?
1988	高于平均值	63	326	?	?
1989	高	28	299	?	?
1990	高	88	284	?	?
1991	高	77	163	?	?
1992	高	121	?	?	?
1993	高	161	?	?	?
1994	高于平均值	212	?	?	?
1995	高于平均值	105	?	?	?
1996	高	49	?	?	?
1997	高	?	?	?	?
1998	高	?	?	?	?
1999	高	?	?	?	?
2000	高	?	?	?	?
2001	高	?	?	?	?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节 根据股票市盈率一次性投资

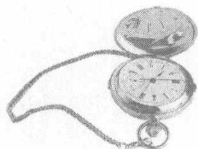
让我们以两位幸运的投资者为例子。他们每人各自获得一笔资金。如果他们咨询证券经纪人，那么获得的建议完全可以预料；而汽车销售员会建议他们，今天是一个购车的大好日子；房地产中介商也会让他们相信，今天是一个买房的好日子；金融投资家也是一样的。如果这两人都不相信自己能够把握市场时机，那么在听从股票经纪人的建议后，他们就会立即投资，而且还会在一年内将所有资金投入股票市场。否则，投资者们会觉得把握市场时机增加了他们持仓观望的时间，而阻碍了他们获得大量收益。他们认为，比起需要耐心的长线投资，即使市场崩溃时，他们仍然拥有可以在短线市场回旋的余地，而会获得更多的回报。

第一位投资者毫不担心未来市场的状况，一次性投入 5 万美元。善于把握市场时机的第二位投资者，在听取经纪人建议的同时，一边时刻在寻找机会，最终在股票市盈率低于 15 年价格均值时投入了 5 万美元。

对于一般投资者来说，可以把 20 世纪初一直到 1981 年的任意时间点作为投资起点，或者说，所有时间都有可能是投资起点。而对善于把握市场时机的投资者来说，投资起点仅为市盈率低于 15 年价格平均值的那些年份。

通过仔细查看 1902 年至 1981 年的 20 年实际总回报（我们不了解从那以后的 20 年总回报），我们找出了股票市盈率较低的年份及其平均回报。善于把握时机的投资者应该已经在此刻抓住时机并购买了股票；而一般投资者此时早已把资金注入了市场。我们计算一下（股票市盈率较高和较低）所有年份中的平均回报，然后比较这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



两位投资者的收益。

通过在股票市盈率较低时投资这一盈利原则，而不仅仅凭借运气，善于把握时机的投资者获得了一笔高额回报：获得了比20年平均回报值高34%的利润。也就是说，到目前为止，他持有价值为27.6万美元的股票，而一般投资者却只拥有21.8万美元。如此看来，对于一般投资者来说，打给经纪人的那个电话简直太昂贵了。由此可见，建仓时股票市盈率的高低会导致不同的收益结果。

第二节 根据股票市盈率定期定额投资

试想在1901年有两个投资者，第一个是定期定额投资者，不管市场如何变化，每年都会进行投资；第二个是善于把握时机的投资者，他仅在市盈率位于15年价格均线之下时，才根据标准普尔指数买进股票。

善于把握时机的投资者在20世纪20年代中期买进很多股票，然后在20世纪的30年代中期、50年代中期、70年代和80年代早期持续买进股票。他不会在20世纪20年代末的非常时期买进股票，在经过了60年代电子工业崛起的时代和70年代初的"漂亮50[①]"股票之后，并完全回避了80年代的生物技术以及90年代的网络泡沫时代。这些投资行为将会使他在20世纪的鸡尾酒会上成为最无趣的人，但是他没有因此变得贫困。从图3—5中可以清楚地看

① 漂亮50（nifty fifty）：源于美国三十年前两份玩笑式的投资组合，三十年后，它却成为了美国金融界和资本市场一个广为流传的神话。Nifty fifty被视为美国机构投资者"必须拥有（must have）"的股票投资组合。曾入选Nifty fifty的公司包括：麦当劳、沃尔玛、IBM、可口可乐、柯达、百事可乐、迪斯尼、吉利等公司。漂亮50实际上是价值投资理念的具体化，是在寻找那些已经显现出竞争优势的企业，而不是风险投资。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出该善于把握时机的投资者与定期定额投资者的同期实际总回报的差异。

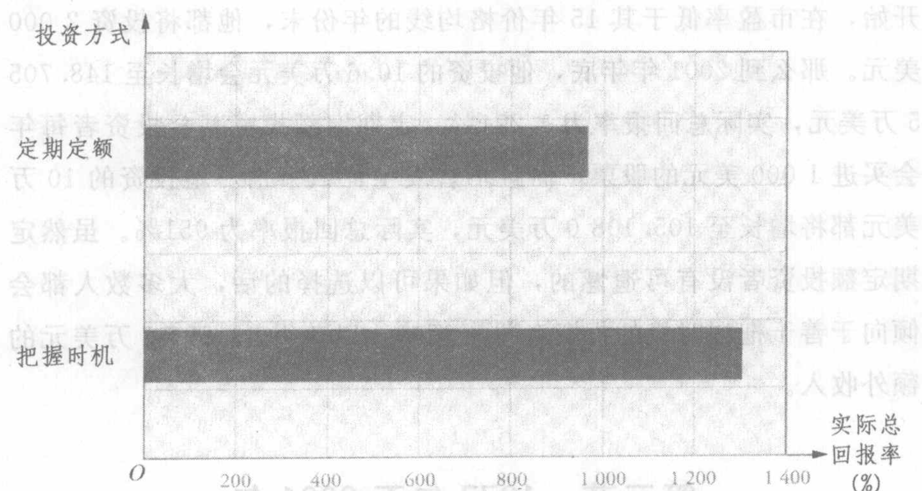
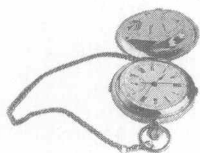


图 3－5　1902～2001 年，定期定额投资与把握时机投资的比较

与收益率为 951％的定期定额投资者相比，善于把握时机的投资者通过低价买进赢得的实际总回报率（包括股息的再投资）高达 1295％。对于善于把握时机的投资者来说，投资收益率比定期定额投资者多出了 36％。尽管如此，善于把握时机的投资者做得还不够尽善尽美。就像我们以前所提到的那样，1932 年标准普尔指数股票的市盈率急剧上涨至 130——这是该比率曾经达到的最高点，投资收益几乎为零。事实上，那一年的股票市值被大大低估了。其他衡量标准显示此时应该买进，包括在前一章中我们探讨过的"价格"标准，但是这时的市盈率给善于把握时机的投资者提供了错误的信号。尽管如此，善于把握时机的投资者把市盈率作为投资指南，获得的收益还是多于定期定额投资者（追求完美的人会建议完全不跟股票市场打交道）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



善于把握时机的投资者只打算在市盈率低于价格均线时才买进股票，因此他将提前买进股票。这意味着跟那位不断进行定期定额投资基金者相比，把握时机的投资者更能加倍投资。从 1902 年年底开始，在市盈率低于其 15 年价格均线的年份末，他都将投资 2 000 美元。那么到 2001 年年底，他投资的 10.6 万美元会增长至 148.705 5 万美元，实际总回报率为 1 294%。定期定额投资基金投资者每年会买进 1 000 美元的股票，而且不管发生什么事情，他投资的 10 万美元都将增长至 105.108 0 万美元，实际总回报率为 951%。虽然定期定额投资者没有可遗憾的，但如果可以选择的话，大多数人都会倾向于善于把握时机的投资者投资策略，以获得 43.597 5 万美元的额外收入。

第三节　1977 年至 2001 年

倘若存在一种市盈率较低、未来前景被看好的股票，那时这种衡量方式显示股票价格被低估，聪明的人们甚至买进整个市场中的股票，我们并不感到奇怪。

让我们来看看两位投资者的不同命运。定期定额投资者在 1977 年到 2001 年的每月底投资股票市场，并以市场价买进股票。善于把握时机的投资者仅在市盈率低于 15 年价格均线时买进股票。图 3—6 显示了考虑通货膨胀调整后的标准普尔指数，图 3—7 显示了相同时期内每月市盈率曲线以及 15 年价格均线的相对变化。

在 20 世纪 70 年代，当其他人都在购买黄金时，一位投资者却在寻求市盈率较低的时机买进股票。此后，除了有机会进入股票市场的 1995 年，即使在 80 年代和 90 年代的牛市，在有价证券组合不停上涨的时期，他都保持观望态度，而没有接受美国国家广播公司股市节目的建议。就像在图 3—8 中显示的那样，他的理智行为得到了回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

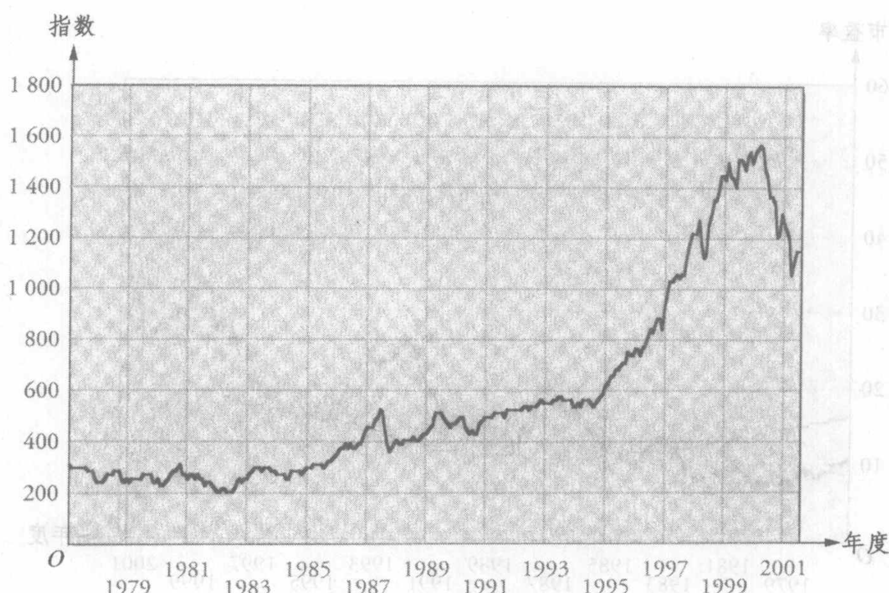
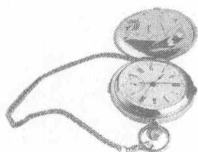


图 3－6　1977～2001 年，实际标准普尔指数

定期定额投资者每个月把 100 美元投入市场，无论发生什么情况，他的 3 万美元都会增长到 7.505 9 万美元，实际总回报率达 150％。善于把握时机的投资者只在市盈率低于长期价格均线的月份投资 200 美元，其 1.84 万美元会增长到 7.109 万美元，总实际回报率为 286％——比定期定额投资者高出 91％。与此同时，他还以短期国库券的形式拥有 1.403 6 万美元的本金加利息。因此，善于把握时机者拥有的投资总额为 8.512 6 万美元，总实际回报率为 183％——大大超过了定期定额投资者 150％的回报率。

与金融服务业推广的“任何时间都适合股票交易（Stocks for all seasons）”原则相反，善于把握时机的投资者只在标准普尔指数股票的市盈率处于低位时才买进股票。然而，任何事情都不可能是完美无缺的。我们往往要把信息搜集全，才能了解标准普尔指数股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



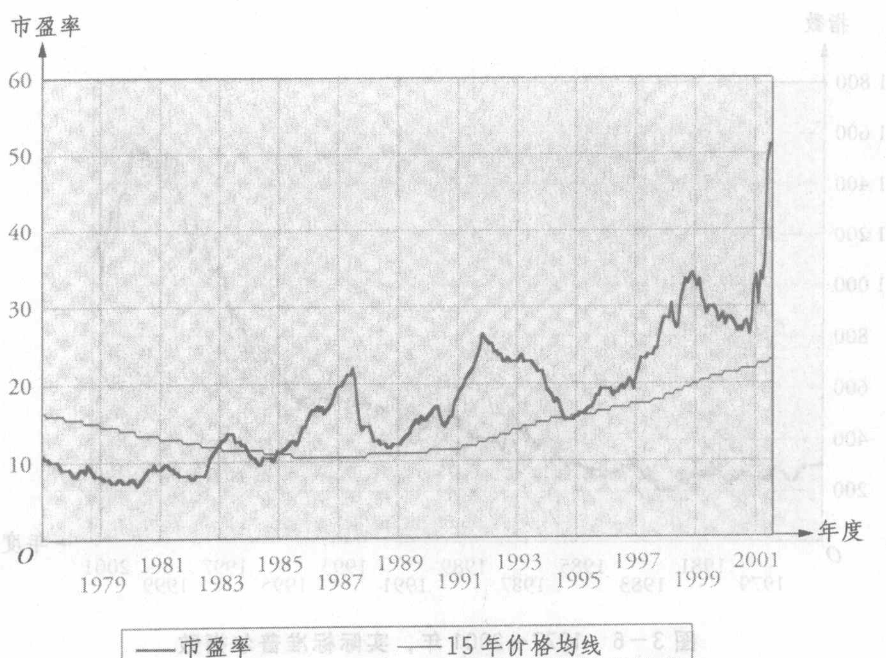


图 3－7　1977～2001 年，标准普尔指数的市盈率

收益，可在实际投资中，收入数据要等到下一季度才会被透露。这样一来，就出现了“先知偏差”①（Look-Ahead Bias）问题，那么我们还可以获得把握市场的时机吗？

在 1977 年至 2001 年期间，通过二次变换每月数据库中的数据，我们可以模拟实际股票的买卖操作。在该方案中，当定期定额投资者像以前一样每月买进股票时，善于把握时机的投资者仅能得到上一个季度的数据，也就是说，事实上他只能根据上个季度的数据进行现在的交易。结果显示在图 3—9 中。

① 先知偏差：在做历史模拟实验时，所采用的某些数据在模拟期间可能根本得不到，是无效的，这会导致结果溢出。例如在某个金融期间末期，收入数据可被立刻获取是不真实的假设。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

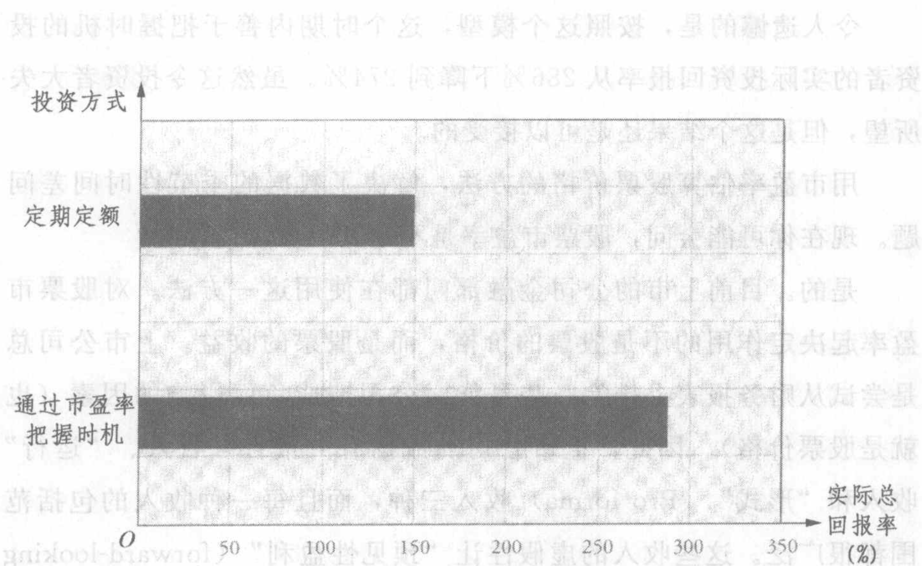


图 3－8　1977～2001 年，定期定额投资与通过市盈率把握时机投资的回报率比较

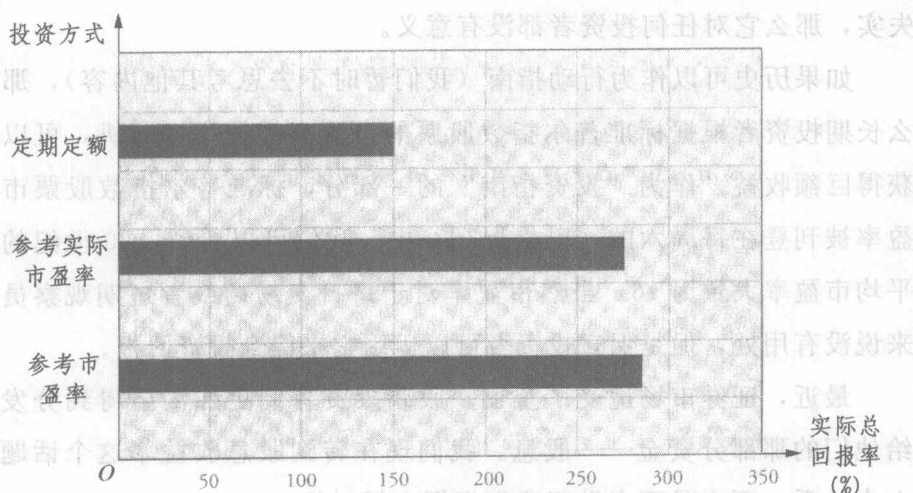
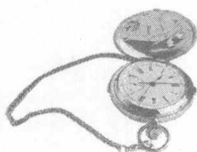


图 3－9　1977～2001 年，定期定额投资与参考实际市盈率投资的比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



令人遗憾的是，按照这个模型，这个时期内善于把握时机的投资者的实际投资回报率从286%下降到274%。虽然这令投资者大失所望，但是这个结果还是可以接受的。

用市盈率估算股票价格的方法，解决了数据的季节性时间差问题。现在你可能会问，股票市盈率是不是真的可以信赖呢？

是的。目前上市的公司金融部门都在使用这一方法。对股票市盈率起决定作用的不是股票的价格，而是股票的收益。上市公司总是尝试从财务报表上排除一些可能对公司造成负面影响的因素（也就是股票价格）。因此，上市公司的数据有“报告”收入、“运行”收入和“形式”（Pro forma）收入三种，而且每一种收入的包括范围都很广泛。这些收入的虚假性让“预见性盈利”（forward-looking earnings）变得不再那么富有说服力，也许真的需要用一个水晶球来预测未来。但是标准普尔指数股票的历史市盈率显示了一年内的股票变动情况，它的参考价值不可替代。此外，虽然有些收入报告可能做不到完全真实，但仍然具有很大的利用价值——如果报告完全失实，那么它对任何投资者都没有意义。

如果历史可以作为行动指南（我们暂时不去思考其他内容），那么长期投资者根据标准普尔指数股票的市盈率把握市场时机，可以获得巨额收益。作为“投资指南”的一部分，标准普尔指数股票市盈率被刊登在每周六的《巴伦周刊》中。我们可以看到，20世纪的平均市盈率大致为16。虽然市盈率对于每日交易商或者短期观察员来说没有用处，但是保守投资者可以运用它来提升投资回报。

最近，证券市场遭受了重创，股票投资者们更加渴望得到分发给他们的那部分资金——股息。我们现在转到股息收益率这个话题上来，看一下它是否有助于我们把握市场时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

利用股息收益率[①]把握市场时机

上市公司该如何有效利用从股市获得的资金呢？

首先，可以将这些资金投入到公司的运营或扩大公司的规模上。

其次，上市公司可以用这些资金从股市中购回本公司股票，不过这可能会引起股票价格的急剧上涨。

20世纪90年代，股市一度呈现牛市，许多公司把一部分员工的退休金投入股市，从而给公司带来了可观的收益，甚至有些企业，其当时股票市场的收益已经超出了其核心业务所带来的收益。

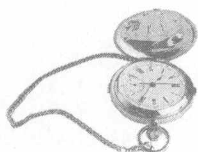
上市公司还可以通过分发股息的方式将一部分盈利直接分发给股票持有者。长期以来，这曾经是公司盈利的主要用途。但是近几年来，分发股息的资金占股市总收益的比例却越来越少。实际情况是，大多数上市公司都不愿意给股票持有者分发股息。他们认为他们可以更好地运用这笔资金，给投资者带来更可观的收益。

在股票投资市场，作为普通收入，投资者要为股息收益缴税，但是作为上市公司的收益，公司已经为股息收益缴纳过一次税了。

---

① 股息收益率（Dividend Yield）：又称股息率，指投资股票获得股利的回报率。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从这方面来讲，政府对股息收益进行了双倍征税。但如果不分发股息，股票投资者就不需要缴税，并且这部分资金将来可能会转化为资产获利，到那时公司为这种收益缴纳的税金就很低了。

但即便如此，分发股息仍然受到人们的欢迎。如果一家公司分发股息，而且股息收益已经汇入了投资者的银行账户，那么这说明该公司的确已经获得了收益，而不是想象中那样：上市公司凭空捏造了一些数字。股息和其他收益的不同点在于：股息是公司往投资者的银行账户打入现金，而后者是具有不确定性的纸质借据。需要缴纳税金是许多公司不喜欢分发股息的原因，但是实实在在的股息收益却又深受投资者们的欢迎。

把所有标准普尔指数股票的股息加在一起，再除以这些股票的价格总和，就得到了标准普尔指数的股息收益——它是你投资股票所获收益的一部分。现在，股息收益越来越多样化。在1940年，投资者以股息的方式获得的收益大约占总收益的8%，而到了2002年，这个比重大约只有1.4%。

有两种方式可以解释这一现象。一种解释方式就是把重点放在股息收益的分子——股息上面，认为股息已经不受人们欢迎。这种观点深受华尔街投资家们的欢迎。另外一种解释方式是把重点放在股息收益的分母——所有公司的股票价格之和上面，且由此推断出股票价格被高估了，这种解释方式似乎也有一定的道理。可不管怎么样，这两种解释方式同时存在。但是，无论什么时候，股息收益都是股票市场估价的一个基本指标。当股息收益很高时，股票价格被认为相对较低。当股息收益很低时，股票价格则被认为相对较高。

从图4—1中我们可以看到，通过比较20世纪标准普尔指数和股息收益率的同期表现，你会发现这两者之间存在着相对关系：在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



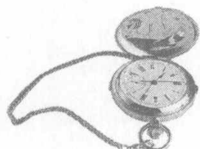
图 4－1 标准普尔指数与股息收益率的比较

多数情况下，当一方上升时，另外一方则下降。另外，平均股息收益率 20 世纪约为 4%，并在偏离平均值时倾向回到平均值。由此可见，我们断定我们能应用股息收益回归方法把握市场时机。

但我们并没有发现绝招。1930 年，耶鲁经济学家欧文·费希尔（Irving Fisher）将投资价值定义为，所有未来股息的总和折算到现在的价值。1962 年，米隆·戈登（Myron Gordon）把费希尔的发现扩展为一个公式，并预计股票市场的现在价值来自股息率，而股息率的历史增长也就是股息回到现在价值的比率。股息和股票价格之间的相互联系，已经受到了多方关注：

• 从 1935 年到 1992 年，《先锋报》（*Vanguard*）的约翰·博格尔（John Bogle）发现，当股息收益率低于 3.5% 时，在下一个十年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中年总回报率超过10%的可能性大约为1/16；当股息收益率高于4.6%时，在下一个十年中年总回报率为10%的可能性上升到大约19/27。

• 1991年，米歇尔·开普勒（Michael Keppler）在《有价证券组合管理报》（*Journal of Portfolio Management*）中发表了文章。他通过对1969年到1989年期间17个国家的股息收益和股票市场的研究发现：如果将股票按照其某一季度的股息收益率高低进行排列，在随后的一个季度里，拥有最高收益率的那部分股票每年平均上升18%，而具有最低股息收益率的那部分股票的增长率仅为6%。

• 1989年，玛里奥·莱维斯（Mario Levis）在《银行与金融报》（*Journal of Banking and Finance*）中报道了他的发现。莱维斯把从1955年到1988年期间伦敦证券交易市场中的所有公司按照股息收益率进行排列后发现，在随后的年份中，股息收益率最高的那部分公司的年平均回报率为19.3%；而股息收益率最低的那部分公司的回报率仅为13.8%。

• 《金融分析报》（*Financial Analysts Journal*）专栏作家阿诺特（Arnott）和阿斯奈斯（Asness）发现，在1871年和2001年间，发放股息最多那年之后的十年中，公司收益迅速增长；而发放股息最少那年之后的十年中，公司收益也最少。

我们如何通过公司支付股息收益的多少，来判断整个股票市场的行情呢？我们的策略就是在公司支付大笔股息时买进股票，以天然气为例，图4—2比较了标准普尔指数股票的股息收益率与15年价格均值。目前的股息收益率高于其长期均线，在图4—2中的表现就是粗线在细线上面。当公司支付的股息非常少时，我们不行动而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是寻找新的投资途径。也就是说，我们会在股息收益较高时买进股票，而在其较低时避免买进。

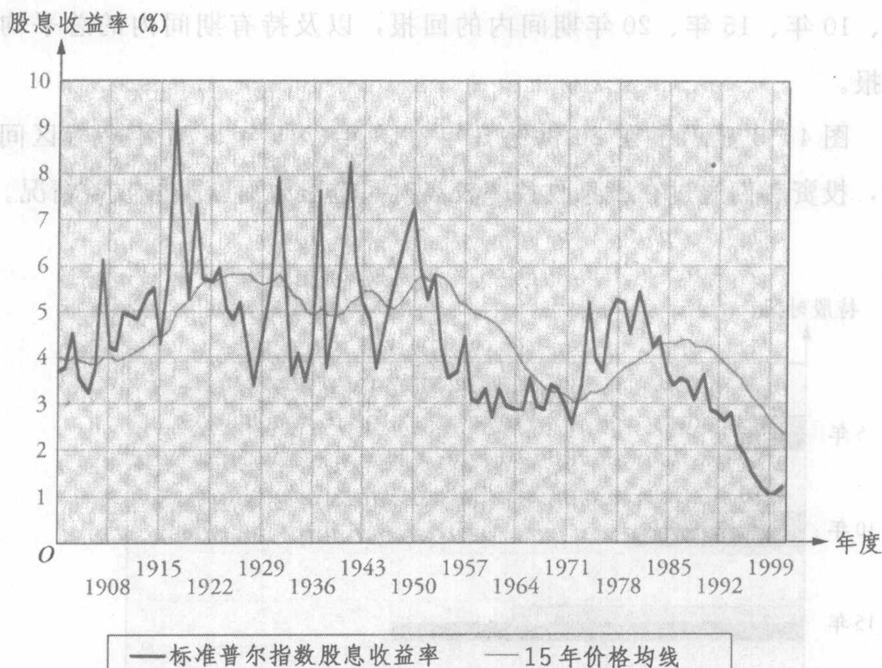
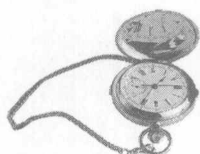


图 4－2　1901～2001 年，标准普尔指数股票的股息收益率

股息收益率的高低会影响我们的投资收益吗？首先，我们假设一位投资者在每年年底股票价格较高（也就是说股息收益曲线低于长期价格均线）时买进股票。然后我们计算这名投资者在 5 年、10 年、15 年、20 年以后的股票收益。比如，对于他在 1901 年年底买进的股票，我们分别观察他在 1906 年、1911 年、1916 年和 1921 年年底获得的实际总回报。对于在 1902 年买进的证券，我们分别计算他在 1907 年、1912 年、1917 年和 1922 年的实际总回报。然后我们再计算其在每个持有期间的总平均回报，即 5 年、10 年、15 年和 20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年总平均回报。

而在标准普尔指数股票的股息收益曲线高于长期价格均线时，市价较低，我们也对它进行相同的计算和比较。我们计算了在随后5年、10年、15年、20年期间内的回报，以及持有期间内的总平均回报。

图4—3显示了在20世纪5年、10年、15年、20年持有区间内，投资者们通过在股息收益率较高时买进股票而获得的收益情况。

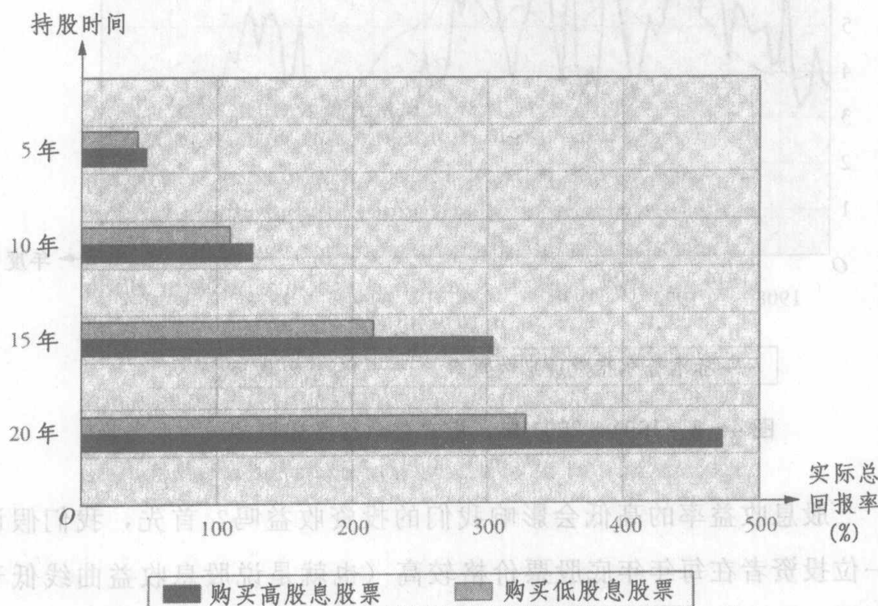
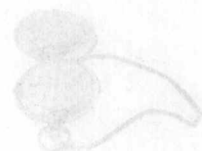


图4—3　1902～2001年，根据股息收益率把握市场时机的投资回报率

那么股息收益率的高低会不会影响股票收益呢？通过参照股息收益率与15年价格均线的相对位置，然后再根据每年年底的股息收益率，我们把20世纪的年份分成四组：高（前25%）、较高（第二个25%）、较低（第三个25%）、低（最后25%）。最后，我们再观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



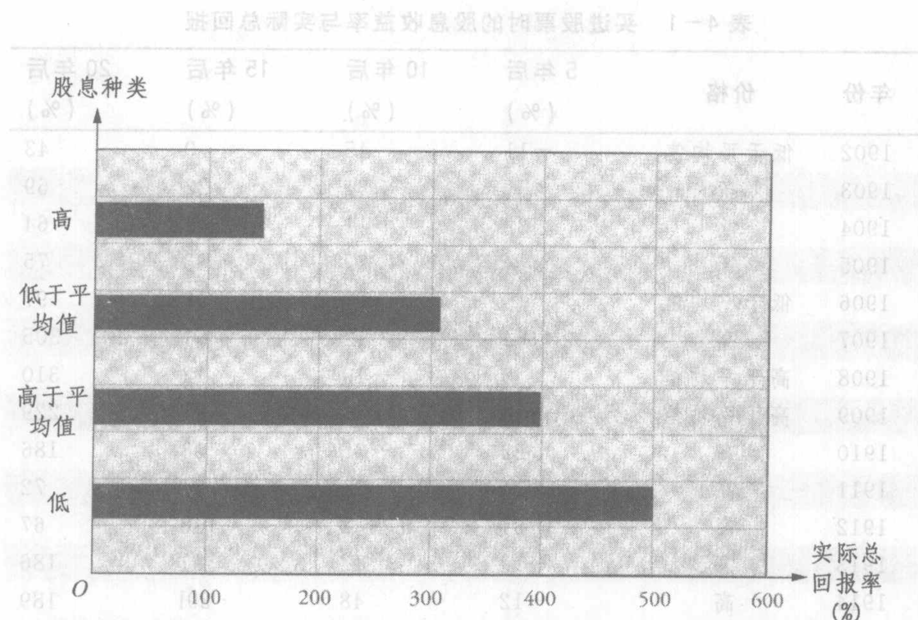


图 4－4 1902～2001 年，参考股息买入股票的 20 年实际总回报率

察每一组所在年份中的实际总回报。结果如图 4－4 所示：买进股票时，股息收益率越高，获得的回报越大；而股息收益率越低，获得的回报就越少。

表 4－1 显示了 20 世纪标准普尔指数股票的股息收益率与 15 年价格均线的相对位置，以及投资者每年底所获回报的浮动范围。

如表 4－1 所示，为了获得收益，你在牛市（20 世纪 20 年代、60 年代和 90 年代）买进股票，并经过了困难时期（投资基础成本高昂）。总之，价格与股息非常相关，而获得最佳投资回报的人往往是那些能抓住时机买进股票的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

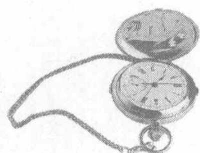


表 4－1 买进股票时的股息收益率与实际总回报

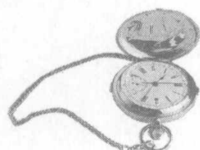
年份	价格	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1902	低于平均值	－11	45	0	43
1903	高	51	51	22	69
1904	低	32	11	－2	64
1905	低	4	27	－33	75
1906	低于平均值	5	20	－16	97
1907	高	64	12	61	305
1908	高于平均值	0	－19	12	310
1909	高于平均值	－16	－26	24	229
1910	高	22	－36	68	186
1911	高	14	－21	87	72
1912	高	－31	－2	148	67
1913	高	－19	12	311	186
1914	高	－12	48	291	189
1915	低于平均值	－47	38	135	209
1916	高	－30	64	51	318
1917	高	43	261	143	315
1918	高	38	409	254	439
1919	低于平均值	67	342	227	409
1920	高	163	346	488	472
1921	高于平均值	135	116	498	257
1922	低于平均值	152	69	189	204
1923	高于平均值	268	156	290	269
1924	低	165	96	205	242
1925	低	70	124	118	266
1926	低	－8	154	52	147
1927	低	－33	15	21	72
1928	低	－30	6	0	19
1929	低	－26	15	29	58
1930	低于平均值	32	28	115	143
1931	高	177	65	168	355
1932	高于平均值	71	80	155	426
1933	低	52	44	71	240
1934	低	56	75	114	443

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	价格	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1935	低	−3	64	84	399
1936	低	−40	−3	65	297
1937	高	5	49	208	450
1938	低于平均值	−5	12	124	473
1939	高于平均值	12	37	248	540
1940	高	68	89	413	613
1941	高	63	176	565	1 022
1942	高于平均值	42	193	422	812
1943	低于平均值	19	136	505	804
1944	低于平均值	22	210	470	793
1945	低	13	205	324	639
1946	低于平均值	70	309	590	729
1947	高于平均值	107	268	544	933
1948	高	99	410	662	974
1949	高	154	367	630	670
1950	高	171	277	556	518
1951	高于平均值	141	306	388	485
1952	低于平均值	78	212	400	473
1953	高于平均值	156	283	440	358
1954	低	84	188	204	96
1955	低	39	142	128	91
1956	低	69	103	143	118
1957	低于平均值	75	180	221	118
1958	低	49	111	79	51
1959	低	57	65	6	44
1960	低	74	64	38	71
1961	低	20	44	29	18
1962	低	61	84	25	54
1963	低	41	20	1	50
1964	低	5	−32	−8	33
1965	低	6	−21	−2	53
1966	低于平均值	20	7	−2	107
1967	低	15	−22	−4	73
1968	低于平均值	−15	−28	7	83

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续表）

年份	价格	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1969	高于平均值	−36	−13	26	167
1970	高于平均值	−16	4	63	147
1971	低于平均值	−10	−18	73	183
1972	低于平均值	−32	−17	51	157
1973	高于平均值	−16	26	115	251
1974	高	35	96	314	429
1975	高	24	94	195	453
1976	高于平均值	−8	93	215	457
1977	高	23	123	279	739
1978	高	49	155	316	987
1979	高	45	206	292	1 123
1980	高	57	138	346	813
1981	高	111	245	508	805
1982	高	81	208	582	?
1983	高于平均值	71	179	630	?
1984	高于平均值	111	170	742	?
1985	低	52	185	483	?
1986	低	64	189	330	?
1987	低	70	276	?	?
1988	低	63	326	?	?
1989	低	28	299	?	?
1990	低	88	284	?	?
1991	低	77	163	?	?
1992	低	121	?	?	?
1993	低	161	?	?	?
1994	低	212	?	?	?
1995	低	105	?	?	?
1996	低	49	?	?	?
1997	低	?	?	?	?
1998	低	?	?	?	?
1999	低	?	?	?	?
2000	低	?	?	?	?
2001	低	?	?	?	?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　根据股息收益率一次性投资

假设在 20 世纪的某个时间点，两个投资者每人拥有 5 万美元。第一位是一位聪明的善于把握时机的投资者，他只在股息收益率高于 15 年价格均线时买进股票；另外一个投资者却忽视这个因素，而是在任何他感兴趣的时间点买进标准普尔指数股票。

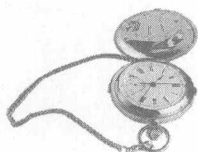
我们分别来分析他们在 20 世纪连续 20 年投资的平均表现。对于一般投资者来说，我们计算他每 20 年的实际总回报及其平均值。对于善于把握时机的投资者来说，我们仅求出他在股息收益率高于长期价格均线的随后 20 年中的总回报及其平均值。

20 年以后，忽略股息收益率的投资者发现他的 5 万美元增长为 21.8 万美元，总回报率为 337%。而善于把握时机的投资者获得了更多的股息收益，他的 5 万美元投资已增长到 28.35 万美元，总回报率约为 467%——比一般投资者高出 39%，收益多了 6.5 万美元。对于忽视股息收益率的投资者来说，最差的情况发生在 1961 年至 1981 年期间，他的 5 万美元投资仅增长为 5.9 万美元——这很难令人满意。而对于善于把握市场时机的投资者来说，最坏的情况发生在 1912 年至 1932 年期间，他的 5 万美元投资增长为 8.35 万美元。这种收益看起来也许并不多，但他至少比一般投资者能多获得 2.45 万美元的收益——收益率高出约 50%。

第二节　根据股息收益率定期定额投资

我们假设这两位投资者不是一次性把资金投入到市场中，而是分批、分次地将资金投入到市场中。也就是说，定期定额投资者每年把 1 000 美元投入股票市场；善于把握时机的投资者选择仅在公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分发大量股息以及股价被低估时才买进股票，即在股息收益率高于其 15 年价格均线的那些年底买进股票。由于善于把握投资时机的投资者希望能够减半买进股票的时间，所以他的投资额加倍至 2 000 美元。图 4－5 显示了两人投资总回报的差异。

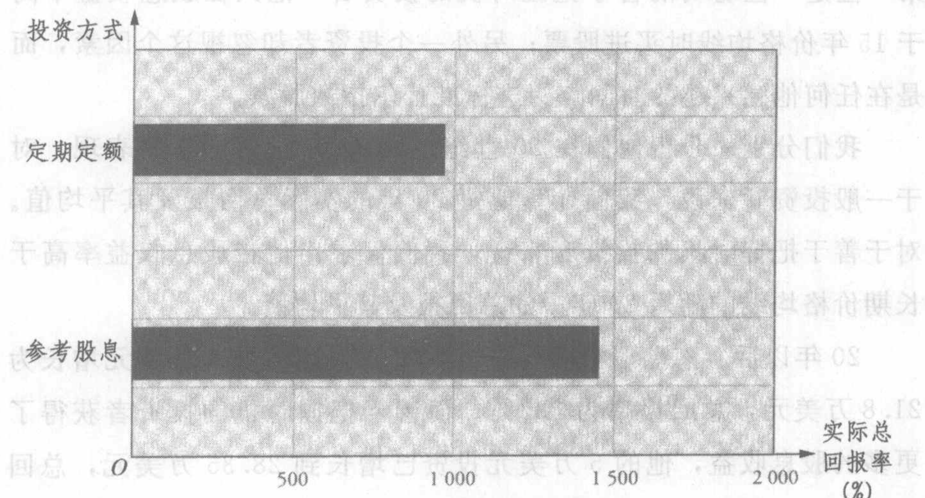


图 4－5 1902～2001 年，定期定额投资与参考股息投资的收益比较

定期定额投资者投资的 10 万美元，增长至 105.100 8 万美元，实际总回报率达 951%。而善于把握时机的投资者虽然仅投资了 8.4 万美元，但账户资金却膨胀到 112.178 6 万美元，实际总回报率高达 1 235%——比前者的实际总回报率高出 30%。他不但会获得更好的社会保障，而且他的银行账户中还存有现金，能连续不断地获得利息，以期待下一个良好的投资机会。

第三节 1977 年至 2001 年

如果仔细观察过去 25 年内的股息收益率，我们会有似曾相识的感觉。假设定期定额投资者每月底往股票市场投入 100 美元，而善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于把握时机的投资者仅在标准普尔指数股票的股息收益率（就像图 4—6中所展示的那样）高于其 15 年价格均线时投资 200 美元。

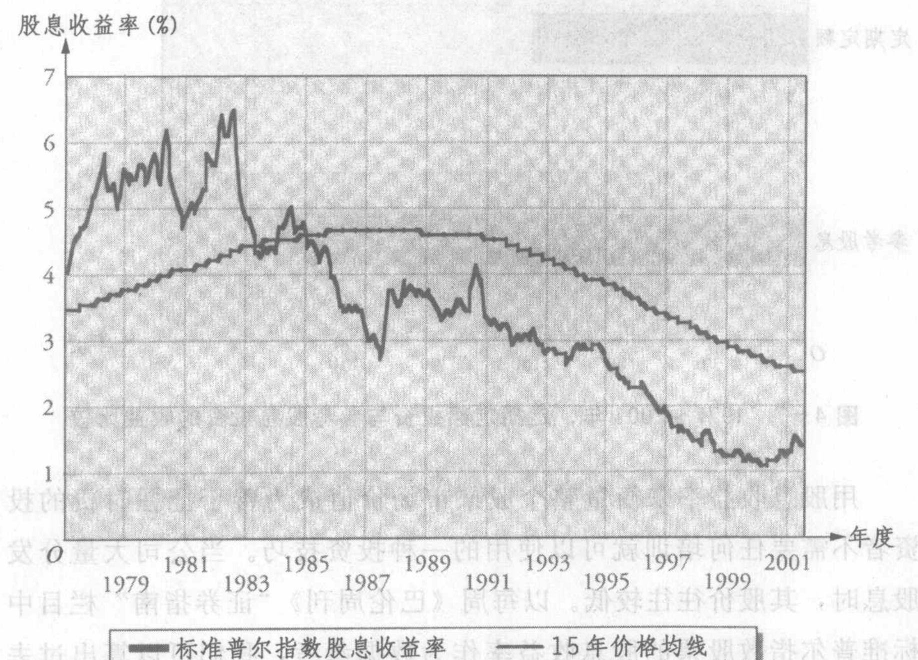
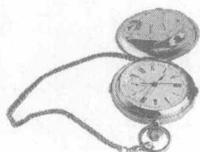


图 4－6　1977～2001 年，标准普尔指数股股息收益率

以股息率为指导，善于把握时机的投资者在20 世纪 80 年代中期买进股票，之后持仓。图 4—7 显示了他们在这 25 年内的投资表现。

定期定额投资者在该时期投资的 3 万美元增长为 7.505 9 万美元，实际总回报率为 150%。运用股息率作为衡量标准，善于把握时机的投资者使 1.76 万美元增长为 6.812 3 万美元，实际总回报率为 285%。此外，善于把握时机的投资者通过购买无风险的短期国库券又获得了另外 1.465 1 万美元的收入（原始资金＋通货膨胀调整后的利息），并开始等待下一个投资机会。这时候，他总共拥有 8.277 4 万美元的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



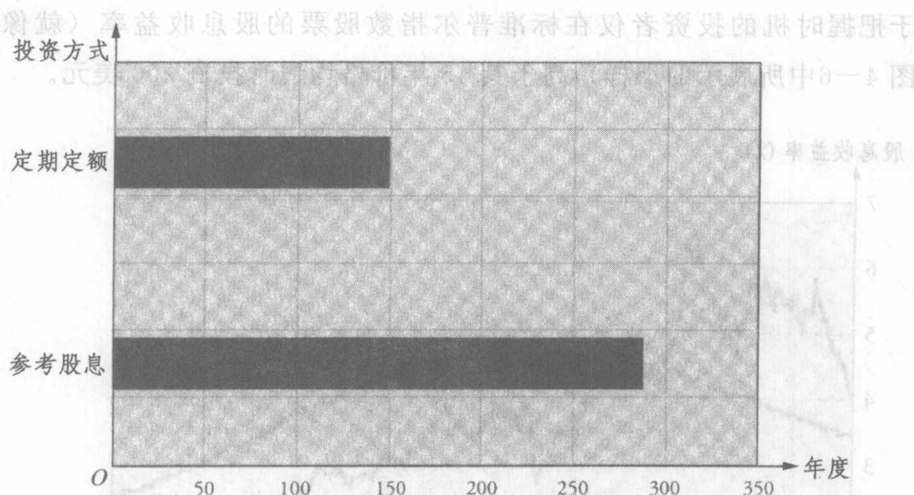


图 4－7　1977～2001 年，定期定额投资与参考股息投资的收益比较

用股息收益率来衡量整个股票市场价值成为善于把握时机的投资者不需要任何培训就可以使用的一种投资技巧。当公司大量分发股息时，其股价往往较低。以每周《巴伦周刊》“证券指南”栏目中标准普尔指数股票的股息收益率作为数据参考，我们可以算出过去 25 年的平均股息收益率为 25%。你可以把这项数据运用到你的实际投资过程中去。

但是，你也许会问：“股息不是已经过时了吗?”

股息已经不适应网络时代的发展，在 20 世纪 90 年代的股票价格快速增长时期，谈论股息的人会被认为品位很差。上市公司不会放弃本公司收入中哪怕五美分的利益。他们不愿意分发股息，满脑子想的都是期望赢得更多的市场份额。事实上，现在的股票使人们变得更加怀旧，人们正盼望获得股息带来的安全感，要求再一次分发股息。对于想吸引投资者们回到股市中来说，这种方式是非常有效的。如果上市公司不可避免地要分发股息，那他们现在就应改变不分发股息的打算，而政府的双重征税制度也应向着人们期待的方向革新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

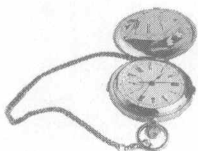
基本价值

到目前为止，我们把握市场时机的方法都是根据股票市场的外部特征而得出的，如价格、市盈率以及股息收益率。如果我们采用其他方法，那么会有怎样的结果呢？我们可以通过观察会计报表来判定标准普尔指数涉及500家公司的总价值，然后把这个数字跟华尔街股票销售价格相比较。这给我们提供了一种直接衡量股票市场价格被高估或者低估的方法。

衡量股票价格高低，有两种方法。一种方法是算出每家公司的总资产。比如耶鲁大学诺贝尔奖获得者、经济学家詹姆斯·托宾(James Tobin)教授就运用这种方法。他将一个公司股票的总市场价格除以其总资产（比如其物质资产、版权和专利等），获得的结果就是托宾Q比率。这是一种直接测量股票价值的方法，它可以测量所有股票以及所有上市公司的总价值。该比率较高，则表明公司的市场价格被高估，即市场总价格高于公司的总资产，也就是说股票价格较高。相反，托宾Q比率较低时表明股票市场价格被保守估计或者低估。

衡量股票价格高低的另一种方法就是观察公司的账面净值（它是公司总资产减去负债后的值）。账面净值同时也是衡量公司价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一种方法。股价除以每股账面净值，就得到了市账率[①]，所有公司的市账率都是可以计算的。市账率较高，表明市场价格被高估；而市账率较低则表明市场价格被低估，而这样的股票非常有吸引力。

对衡量股票价格高低的这两种方法，人们观点各异。首先，一些评论家认为托宾 Q 比率把重点放在有形的财产上，如土地和机器等，但这一比率却低估了知识产权和品牌等内在价值。打个比方，即使实体工厂和公园都会在明天消失，但可口可乐和华特·迪斯尼（Vault Disney）的品牌价值仍然存在。

其次，如何计算出公司变化莫测的财务情况对市账率的影响也是一个难题。例如福特（Ford）的税收贬值计划会使账面价值出现零美元的情况，但公司还会正常运营，这是因为土地和厂房设备在开放市场中的价值可以折合成上千万甚至上亿美元。思博明（Sprint）公司在光缆、计算机和电闸等设备上的花费，会使公司的账面价值减少上千万美元，但是这并不会影响它们的股价。事实上，在近几年里，电信行业经常发生这样的情况。

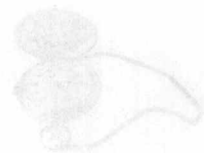
没有哪一个理论是完美的，所以我们不应该盲目采用这些衡量方法。在大多数情况中，托宾 Q 比率和市账率给我们提供了良好的价值预测方法，特别是当我们把注意力放在整个证券市场上，而不是仅仅集中于某个感兴趣的公司上时。许多事实证明，托宾 Q 比率和市账率具有极高的相关联系：在 1977 年，当托宾 Q 比率非常高，达到＋0.99 时，市账率也非常高；而托宾 Q 比率比较低时，市账率也较低。

随着网络的兴起，作为证券市场的估价方法，托宾 Q 比率和市账率已逐渐失去投资者们的欢迎。这是因为，在新时期，股价一直

---

① 市账率（Price to book ratio，即 P/B）：又称为股价与账面价值比率，或者“市净率”，是会计金融学上的一个比率，是用股价除以每股账面价值而得出来的。市账率所显示的是公司的实际价值相对其账面值的高低。当然，一个高的市账率代表着，投资者愿意用较高的价钱，去购入公司的账面值，也就是投资者对公司充满信心。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

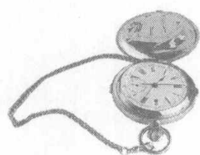


上升使这些方法看起来已经过时，这就像石器时代用来与野兽抗争的石块和木棍在现代社会派不上用场一样。可是网络泡沫破裂后，股价停止上涨，快速下跌。到这时，人们才重新发现了托宾Q比率和市账率在衡量股票价值上的作用。

本杰明·格拉汉姆认为选择股票首先应考虑股票的基本价值。当公司股票的市场价格在不超过公司净资产价值的65%时，他推荐投资者购买股票。根据格拉汉姆于1986年刊登在《金融分析报》上的这种投资方法，亨利·欧本海默（Henry Oppenheimer）报道了相关结果：

- 欧本海默对1970年到1983年的美国证券市场进行了仔细的研究。当股价达到格拉汉姆所说的65%的标准时，他便购买这一年中价格较低的股票，随后再购买下一年价格较低的股票。他发现，采用这种方法，在该时期的回报率可以达到29%，而纽约和美国证券交易所的股票年平均回报率仅为12%。
- 罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）对纽约证券交易所中1967年到1984年间的股票进行了研究。他根据市账率的高低，将市场上的股票分成十组。他发现市账率最高的那部分股票在第二年的年平均回报率只有6%，而那些市账率较低的股票的年平均回报率达到14%。
- 德邦（DeBondt）和塞勒（Thaler）把纽约和美国证券交易所20世纪60年代和70年代之间的股票，根据市账率高低分成四组，然后观察它们在之后四年内的表现。他们发现在这个时期，具有最低市账率的一组股票的年平均回报率比整个市场的平均回报率高41%。同时，具有最高市账率的股票在随后四年内的年平均回报率比整个市场的平均回报率低1%。
- 在1968到1990年间，由拉克尼首克（Lakonishok）、威士尼（Vishny）和施雷弗（Shleifer）组成的研究小组发现：纽约和美国股票的市账率均不到10%。五年以后，他们发现，市账率最高的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票的年平均回报率为9%，而那些市账率较低的股票的年平均回报率为20%。

• 摩根·士丹利（Morgan Stanley）投资公司发现，它们的国际证券数据库也有着相同的规律。在世界各国的证券市场中，高额回报往往来自那些相对于净资产价值来讲价格被低估的股票。

我们是否可以利用这些基本价值作为衡量方法，从整体上来把握市场时机呢？

从图5—1中可以看出，在20世纪，托宾Q比率和标准普尔指数的变化情况是一致的。

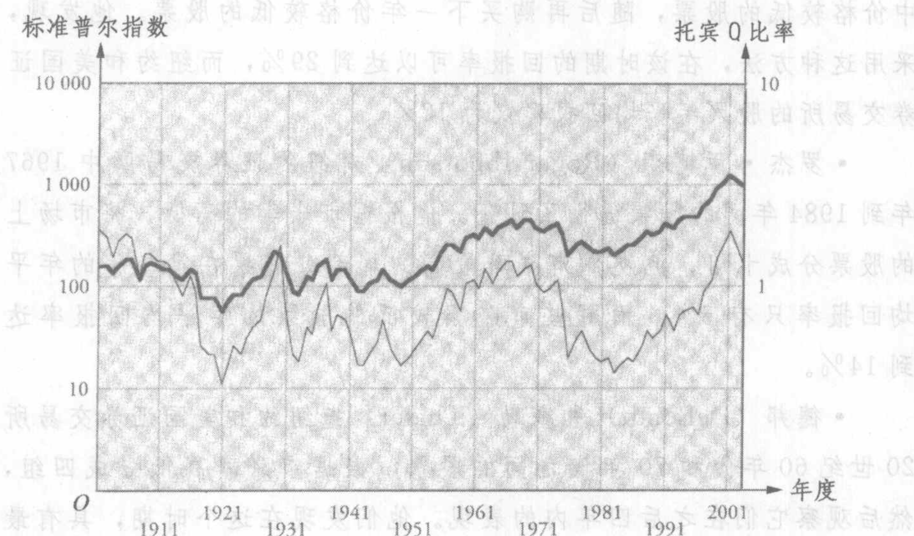


图5—1 标准普尔指数和托宾Q比率

我们下面用托宾Q比率来预测市场时机。如图5—2所示，我们将目前股票的价值和长期（15年）价格均线相比较。我们计划在托宾Q比率（公司的股票价格除以公司的基本价值）低于长期价格平均值的时候，买进股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

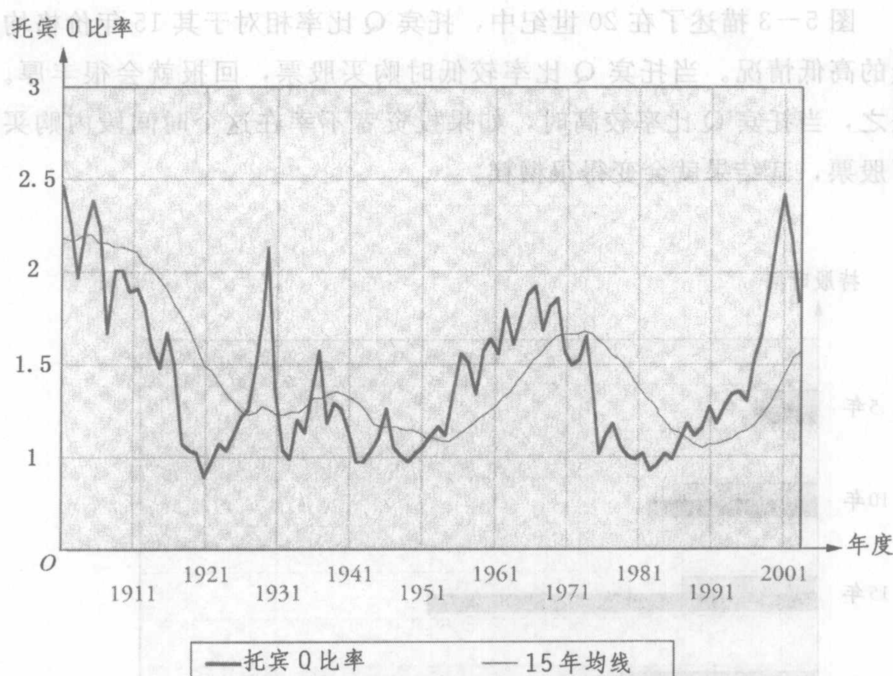


图 5-2　1902～2001 年，托宾 Q 比率

我们的方法和前面一样：

1. 判断托宾 Q 比率与其 15 年价格均线的相对关系。

2. 我们假设在托宾 Q 比率在其 15 年价格均线上面的那些年份（证券市值被高估）的每年年底购买标准普尔指数股票。

3. 跟踪这些股票在随后的 5 年、10 年、15 年和 20 年里的标准普尔指数的表现，并计算每个时期的实际总回报。

4. 计算每个持有区间（5 年、10 年、15 年和 20 年）的平均回报。

5. 我们假设在托宾 Q 比率在其 15 年价格均线下面的那些年份（证券市值被低估）的每年年底购买标准普尔指数股票，然后重复步骤 3 和步骤 4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

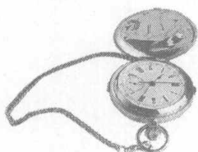


图5—3描述了在20世纪中，托宾Q比率相对于其15年价格均线的高低情况。当托宾Q比率较低时购买股票，回报就会很丰厚。反之，当托宾Q比率较高时，如果投资者不幸在这个时间段内购买了股票，其结果就会变得很糟糕。

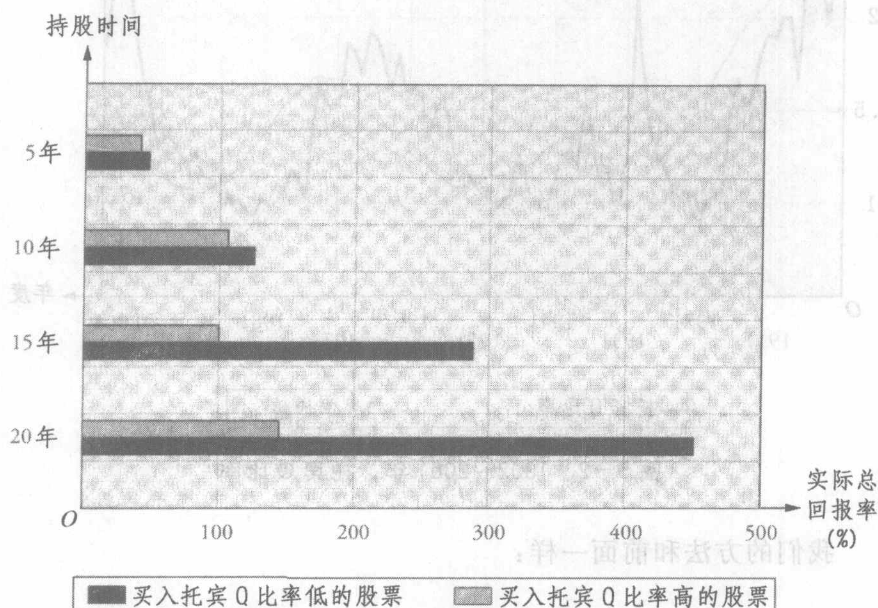


图5—3 1902～2001年，根据托宾Q比率把握市场时机

托宾Q比率的高低对投资者来说会有什么不同呢？

1. 根据托宾Q比率相对于其15年价格均线所处的位置，我们把该世纪所有年份分成四组：高（前25%）、较高（第二个25%）、较低（第三个25%）、低（最后25%）。

2. 我们分别观察每组年份的投资结果。具体操作方法是，我们假设一个投资者在某组年份的每年底购买标准普尔指数股票，并且持有该股票20年，然后再将它们卖出，并计算其实际总回报。

3. 计算每组投资20年的平均回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图 5—4 中可以看出，托宾 Q 比率与长期价格均线的相对关系是很重要的。也就是说，重置成本①对投资来说意义重大，投资者一不留神就会受到严厉的惩罚。

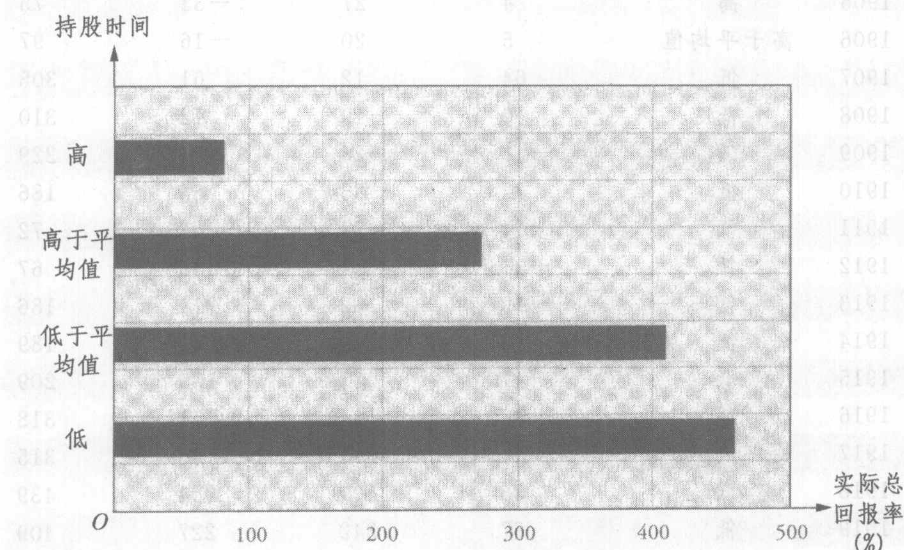


图 5—4 通过托宾 Q 比率得出四类股票的 20 年实际总回报率

如表 5—1 所示，托宾 Q 比率与标准普尔指数确实存在很密切的联系，那么我们如何根据托宾 Q 比率来进行投资呢？根据年底托宾 Q 比率与其 15 年价格均线的相对关系，我们将所有年份分为四组：高、较高、较低、低。然后我们再计算出每年底购买证券所带来的实际总回报。

① 重置成本（replacement cost）：是指重新购置或建造同样生产（服务）能力的资产所要花费的全部支出。如在对固定资产进行重新估价或计算固定资产的折旧时，必须要考虑重新购置或建造和安装同样生产能力的全新固定资产所需的代价。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

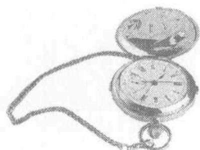


表 5－1　根据托宾 Q 比率购买证券的实际总收益

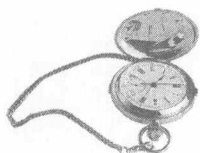
年份	托宾 Q 比率	5 年后（%）	10 年后（%）	15 年后（%）	20 年后（%）
1902	高于平均值	－11	45	0	43
1903	低	51	51	22	69
1904	高于平均值	32	11	－2	64
1905	高	4	27	－33	75
1906	高于平均值	5	20	－16	97
1907	低	64	12	61	305
1908	低	0	－19	12	310
1909	低	－16	－26	24	229
1910	低	22	－36	68	186
1911	低	14	－21	87	72
1912	低	－31	－2	148	67
1913	低	－19	12	311	186
1914	低	－12	48	291	189
1915	低	－47	38	135	209
1916	低	－30	64	51	318
1917	低	43	261	143	315
1918	低	38	409	254	439
1919	低	67	342	227	409
1920	低	163	346	488	472
1921	低	135	116	498	257
1922	低	152	69	189	204
1923	低	268	156	290	269
1924	低于平均值	165	96	205	242
1925	低于平均值	70	124	118	266
1926	高于平均值	－8	154	52	147
1927	高	－33	15	21	72
1928	高	－30	6	0	19
1929	高	－26	15	29	58
1930	高于平均值	32	28	115	143
1931	低于平均值	177	65	168	355
1932	低	71	80	155	426
1933	低于平均值	52	44	71	240
1934	低于平均值	56	75	114	443

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	托宾Q比率	5年后（%）	10年后（%）	15年后（%）	20年后（%）
1935	高于平均值	−3	64	84	399
1936	高	−40	−3	65	297
1937	低于平均值	5	49	208	450
1938	低于平均值	−5	12	124	473
1939	低于平均值	12	37	248	540
1940	低	68	89	413	613
1941	低	63	176	565	1 022
1942	低	42	193	422	812
1943	低	19	136	505	804
1944	低于平均值	22	210	470	793
1945	高于平均值	13	205	324	639
1946	低于平均值	70	309	590	729
1947	低	107	268	544	933
1948	低	99	410	662	974
1949	低	154	367	630	670
1950	低于平均值	171	277	556	518
1951	高于平均值	141	306	388	485
1952	高于平均值	78	212	400	473
1953	高于平均值	156	283	440	358
1954	高	84	188	204	96
1955	高	39	142	128	91
1956	高	69	13	143	118
1957	高	75	180	221	118
1958	高	49	111	79	51
1959	高	57	65	6	44
1960	高	74	64	38	71
1961	高	20	44	29	18
1962	高	61	84	25	54
1963	高	41	20	1	50
1964	高	5	−32	−8	33
1965	高	−6	−2	−2	53
1966	高于平均值	20	7	−2	107
1967	高	15	−22	−4	73

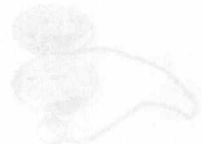
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续表）

年份	托宾Q比率	5年后（%）	10年后（%）	15年后（%）	20年后（%）
1968	高	−15	−28	7	83
1969	低于平均值	−36	−13	26	167
1970	低	−16	4	63	147
1971	低	110	−18	73	183
1972	低于平均值	−32	−17	51	157
1973	低	−16	26	115	251
1974	低	35	96	314	429
1975	低	24	94	195	453
1976	低	−8	93	215	457
1977	低	23	123	279	739
1978	低	49	155	316	987
1979	低	45	206	292	1123
1980	低	57	138	346	813
1981	低	111	245	508	805
1982	低	81	208	582	?
1983	低	71	179	630	?
1984	低	111	170	742	?
1985	低于平均值	52	185	483	?
1986	高于平均值	64	189	330	?
1987	高于平均值	70	276	?	?
1988	高	63	326	?	?
1989	高	28	299	?	?
1990	高	88	284	?	?
1991	高	77	163	?	?
1992	高	121	?	?	?
1993	高	161	?	?	?
1994	高	212	?	7	?
1995	高	105	?	?	?
1996	高	49	?	?	?
1997	高	?	?	?	?
1998	高	?	?	?	?
1999	高	?	?	?	?
2000	高于平均值	?	?	?	?
2001	高于平均值	?	?	?	?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　使用基本价值的衡量方法
一次性投资

面对证券市场，投资者有两种选择。首先他可以立刻把钱投入到证券市场中去，可从长期来看，证券市场很不稳定；另外，他也可以先把钱存起来，直到发现证券市场出现了一个投资机会时再购买股票。

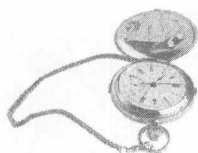
假设有两个投资者，他们每人手握5万美元的资金在20世纪中期进入证券市场。一个人使用托宾Q比率来衡量并把握购买时机，而与此同时，另一位投资者则在每年年底购买证券。同前面章节中所阐述的一样，通过计算在20年内可能的回报，我们来看看这两个投资者各自都有怎样的平均回报。对于每年年底都投资的投资者，他的回报是这20年期间获得的平均值；而对于把握市场时机的投资者，我们仅计算那些在托宾Q比率低于其15年价格均线（这时证券市值被低估）的数据。

20年之后，把握市场时机者的财富已经增长了450%，达到27.5万美元，比没有使用托宾Q比率技巧的那位投资者多获得了34%的回报。而没有使用托宾Q比率技巧的投资者，他的5万美元仅增长到了21.85万美元，平均实际总回报率为337%。

第二节　使用基本价值的衡量方法
定期定额投资

定期定额投资1 000美元的投资者进入证券市场，经过一个世纪，他发现他的10万美元原始投资在2001年年底“开花结果”了，达到105.100 8万美元，实际总回报率为951%。假设把握市场时机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者可能仅使用一半的投资时间，而将每次的投资额增加一倍，在托宾Q比率在其长期价格均线之下时进行投资。那么这个能把握市场时机的家伙可能已经只投资了10.8万美元，而他的资产却已经增长到156.993 3万美元，实际总回报率达到1 354%——比另外一个投资者高出42%。他们的回报如图5—5所示。

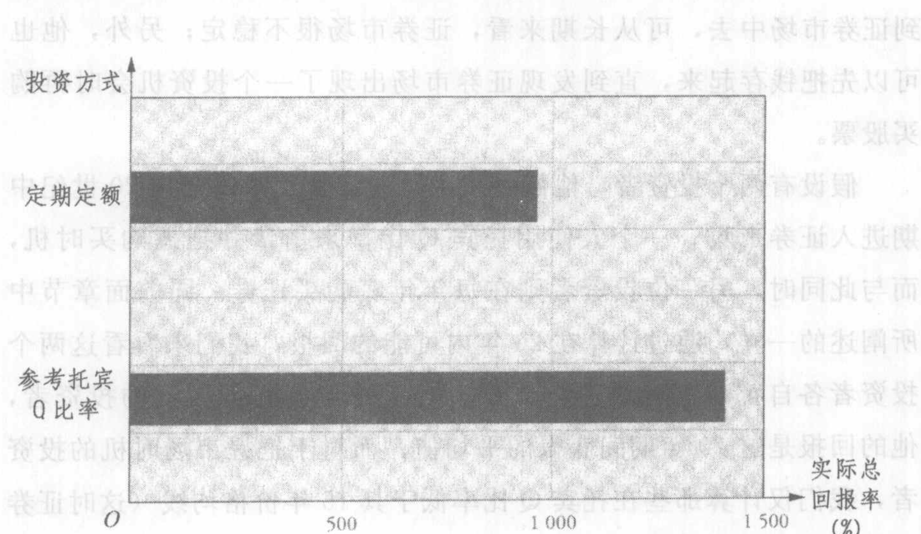
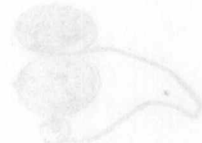


图5—5 1902～2001年，定期定额投资与参考托宾Q比率投资的收益比较

第三节 1977年至2001年

过去的25年，证券市场跌宕起伏。但我们是幸运的，因为我们拥有托宾Q比率（市场价值除以重置成本）作为我们的投资指南。感谢史蒂芬·怀特（Stephen Wright）教授和安德鲁·史密瑟斯（Andrew Smithers）教授的勉励。我们向读者强烈推荐衡量华尔街股价的托宾Q比率。不幸的是，我们没有过去25年内所有月份的数据，就如我们所看到的那样，没有人去关心这些。因此，我们需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寻找其他更能直接测量基本价值的方法，例如与托宾 Q 比率密切相关的市账率（股价除以每股账面价值）。

我们承认，其他研究者可能在这方面做得更好。但是我们发现，与其他计算方法一样，只有退回到 1977 年，市账率才可以使用。我们要想从 1977 年开始对市账率和历史价格平均值进行比较，那就意味着我们所需的数据要追溯到 1962 年。可是如何填补这 15 年的数据空白呢？我们可以使用一个被称为回归分析①的统计方法。即从 1962 年到 1976 年期间，基于托宾 Q 比率，我们用回归分析的方法重新建立 1977 年以前的数据。值得庆幸的是，托宾 Q 比率和市账率有很大的相关性（从统计学上来讲，98%的比率变化依赖于另外一个比率的变动情况），这种相关性能让我们在预测时更加自信。

我们能轻松获得任意一个星期的市账率，因此跟托宾 Q 比率相比，市账率的一个优势就是它更容易获得。

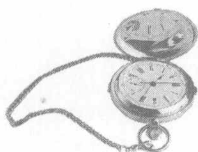
图 5—6 显示出了标准普尔指数的股票从 1977 年到 2001 年的市账率以及 15 年价格平均值（部分重建）变化趋势。我们的策略是在市值被低估时买进股票，而这时的市账率低于其 15 年价格平均值。

两种不同类型的投资者将再一次以不同的方式投身到市场中。从 1977 年开始，定期定额投资基金者在每月底的证券市场上投资 100 美元；而善于把握时机的投资者仅在市场中市账率较低的月底购买价值 200 美元的标准普尔指数股票。

这里记录了 300 个月以后，两类投资者的收益回报情况。定期定额投资基金者已经将 3 万美元投入市场中，并且他的有价证券组合在 2001 年年底增长为 7.505 9 万美元，实际总回报率达 150%。

① 回归分析（regression analysis）：回归分析一个统计预测模型，用以描述和评估应变量与一个或多个自变量之间的关系。基于一个给定的商业指标（应变量）与其他商业驱动因素（说明变量）交互作用关系，回归分析能够对该指标结果进行预测。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



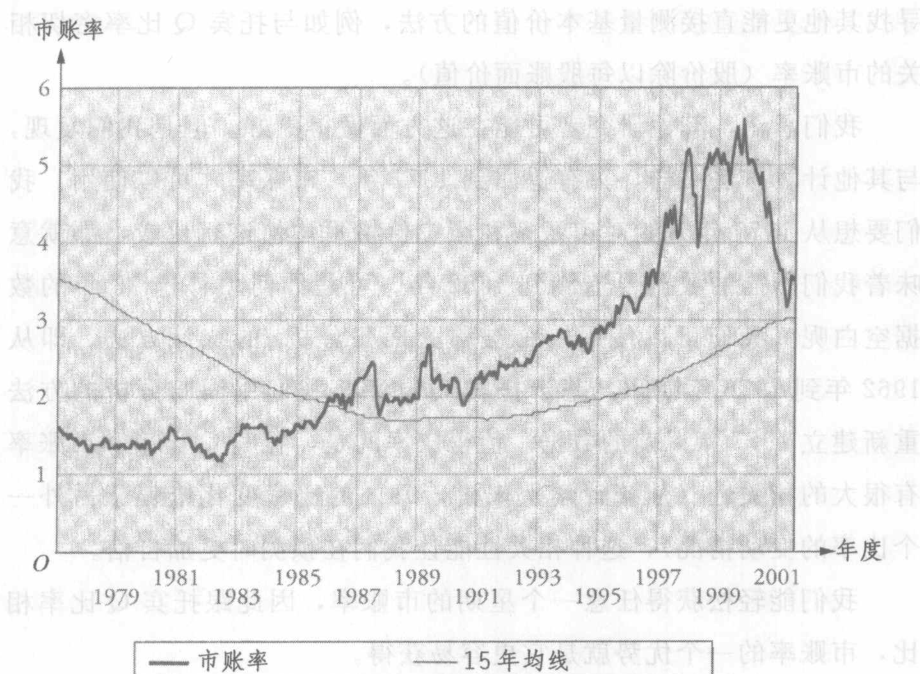


图 5－6　1977～2001 年，标准普尔指数股票的市账率

而善于把握时机的投资者仅在该时间段投资了 2.2 万美元，但是这些资金现在已经增长到 8.343 5 万美元（这些还不包括善于把握时机的投资者在短期国库券[①]中闲置的 9 453 美元），实际总回报率为 279%——高出定期定额投资者 86%。他们的回报显示在图 5—7 中。

显然运用股票基本价值的测量方法可以对未来的状况进行预测，比如标准普尔指数的价格指数和内在资产的账面净值都可以用来预

① 短期国库券（T-bills）：为国库证券（Treasury Securities）之一，是货币市场（Money Market）中最重要和最活跃的信用工具之一，由政府承诺在发行日起经特定时日（通常不超过一年）向持票人偿付一定金额的负债证券。此种证券是由财政部按拍卖方式折价销售，其面值和发行价格的差价就是投资的报酬。它可以分为四种：三个月、六个月、九个月及一年，但以三个月占绝大部分。国库券具有无信用风险、高度流动性及易于转让等特质。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

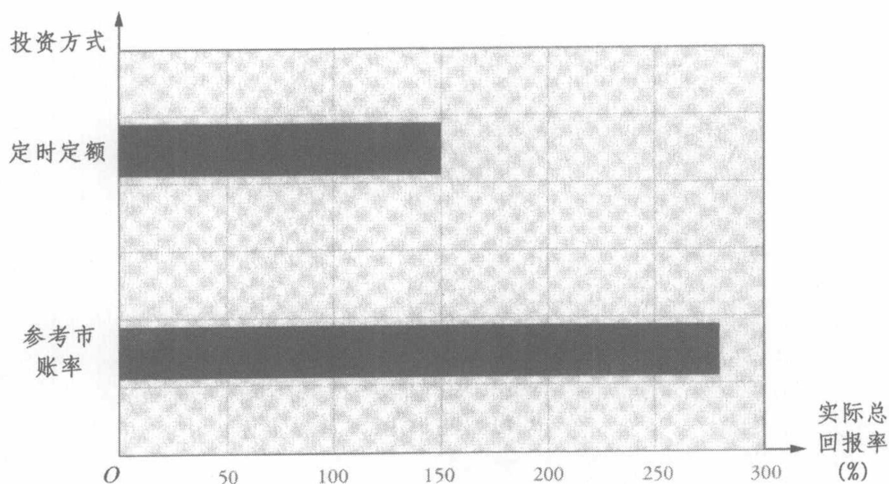


图 5-7　定期定额投资与参考市账率投资的收益比较

测股票的未来价值。市盈率每月都会在《巴伦周刊》和网站上刊登，我们可以根据标准普尔指数等数据进行计算。另外，标准普尔指数股票的市盈率在过去 25 年中的平均值为 2.3，这个数据也可以作为衡量市盈率的标准。

我们现在将注意力转到影响市场定价的三个因素：市售率、股价与现金流比率，以及债券收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

债券[1]、股价、现金流比率[2]和市售率[3]

在股票经纪人看来，目前世界上只有一种投资方式——那就是股票。的确，投资股票是一件很有意义的事情，人们应该去投资股票。

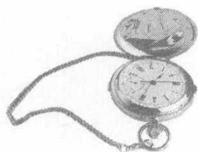
尽管股票经纪人这样建议，但投资者应该选择什么方式来实现他们资本的增长呢？他们是否应该在股票市场投资？美国国家广播电台的节目每天都在谈论股票，我们几乎得不到关于其他投资方式

① 债券（Bond）：是政府、金融机构、工商企业等机构直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行，并且承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。债券的本质是债的证明书，具有法律效力。债券购买者与发行者之间是一种债券债务关系，债券发行者即债务人，投资者（或债券持有人）即债权人。债券是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹措资金而向债券投资者出具的，并且承诺按一定利率定期支付利息和到期偿还本金的债券债务凭证。由于债券的利息通常是事先确定的，所以，债券又被称为固定利息证券。——编者注

② 股价与现金流比率（price-to-cash flow）：即每股股价除以每股现金流的比值，是衡量市场对公司未来财务健全状况期望的指标。——编者注

③ 市售率（price-to-book ratio）：是股票价格与每股销售收入的比值。市售率高的股票相对价值较高，以市售率为评分依据，给予0到100之间的一个评分，市售率评分越高，相应的股票价值也较高。用每股价格与每股销售额计算出来的市售率可以明显反映出新兴市场公司的潜在价值，因为在竞争日益激烈的环境中，公司的市场份额在决定公司生存能力和盈利水平方面的作用越来越大，市售率是评价公司股票价值的一个重要指标。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的资料。在美国，能与股票相提并论的另一种投资方式就是债券。

债券是以发行借据（IOU）的方式来实现资产增值。当发行债券给公司带来的负债要小于公司使用资产赢得的利润时，公司就可以获得更多的收益，而这时公司就会销售债券。请注意，在初期公开发售债券后，当人们进行证券交易时，是没有任何现金回到公司的。公司收入的唯一新来源就是销售更多证券所带来的收入（这会使证券价值由高转低）或者通过发行债券来募集资金。

通常，聪明的做法就是购买价格正在上升的证券，并且通过购买债券来抑制证券市场的涨跌，而这时的总回报值会以一条平滑的曲线形态呈现出来。

大约有27种不同类型的债券，而投资者购买这些债券的目的是为了得到利息回报。从这方面来讲，债券与证券有相同之处：它们都会拿走我们的现金，让我们支持公司的向前发展。不同点在于：持有一只股票，我们是公司的股东；然而持有公司的债券，我们只是借给公司钱，并以特定利息的形式获得回报。每种投资方式各有优劣，如果国家利息率下降，那么债券收入就更有保障；但如果国家利息率提高，债券收入就会下降。在公司效益不好甚至濒临破产时，债券的收益仍要优于股票的收益。

债券通常具有起始息票[①]（也可以解释成是“现时收益率[②]”），而证券市场上的每股证券都具有股息收入（即收益价格比率[③]）。通

---

① 息票（coupon）：息票是附印于各种债券面上的利息票券。到付息日期时，投资者凭息票领取利息，证明付款人应支付利息。在国外，息票为一种可转让的信用工具。持券人在利息支付日，可将息票撕下存入银行账户中。息票多用于中、长期债券。领取利息时，要将附印在债券上的按期息票剪下。——编者注

② 现时收益率（Current Yield）：是指证券年收益（利息或股息）除以证券显示价格的值，又称 flat yield，income yield，interest yield 或 running yield。——编者注

③ 收益价格比率（earning/price ratio，EPR）：指盈利和股价之比例，即等于每股盈利的倒数。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过审查证券市场的股息和债券市场的利息，我们可以对它们进行详细的比较。到目前为止，我们在前面章节中已经讨论过的一些因素，如价格、收入、分红和基本价值等，对于证券市场来说都属于内部因素。而在理论上来讲，比较债券收入与证券收入，是我们把债券市场作为一个外部标准来判断证券市场价值的方法。

一些人试着强化证券和债券之间的联系，比如有些人根据精确的数学公式来对证券进行公平地估价，也就是所谓的联邦储备模型[①]。我们之所以称它为"所谓的"，是因为这个模型的正确性还没有得到证实。联邦储备理事会（Federal Reserve Board）以这个模型为指导认为：如果证券的预见性盈利与政府长期债券收益相同，那么证券市场的定价很正确；如果证券的预见性盈利更高，那么投资者可以考虑购买证券；但是如果政府长期债券收益更高，那么我们应该购买债券，因为一旦证券价格过高，接下来它就会下跌。

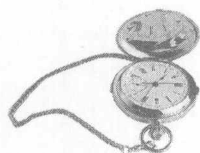
联邦储备模型的第一个问题是，未来收入的不确定性使它的效力大打折扣，因为没有人能知晓未来的收入，这些所谓的参考数据也只是某些人随意编造的。此外，要让公司董事会公布他们去年的真实收入就更加困难了。

联邦储备模型的第二个问题更难以解释了，为什么要把证券收益与政府债券收益相比较呢？我们认为政府债券没有投资危险，因为它建立在美国政府信用的基础之上。而从美国财政部以及美国国内税收局的报告来看，政府债券也是一个良好的投资方式——至少名义上是这样的。

因为联邦储备模型采用的比较对象是没有风险的政府债券，这就使投资存在很大的风险，比如投资者会在很多不利于购买股票的

① 联邦储备模型（Fed model）：联邦储备局采用的，对长期国库券及股票市场回报的关系做出假设的模型。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时候投资债券。但是，对于证券经纪人来说，这个模型还是一个很有利的投资工具，而一直被采用至今。

本书其中的一位作者曾经在耶鲁大学学习经济学，并得到亨利·沃利克（Henry Wallich）教授的指导，而亨利·沃利克教授就是由于提出联邦储备模型而获得嘉奖的人。不同的是，沃利克教授提出的联邦储备模型采用的比较对象是跟随收益，而不是未来收益，即他把跟随收益与公司的长期债券股息相比较，而不是与无风险的国库券相比较。我们认为，联邦储备模型的原始方式更有意义。债券收益与股票收益一直是人们关注的重点，现在我们就来比较一下这两者。很多人认为，证券可以被视为具有息票利率[①]的债券。如果跟其他可以获得股息的投资方式相比（比如债券市场），当股票股息过低时，人们将停止购买证券，直至股票价格降低到可以与债券价格竞争为止。但如果证券市场的收益股息高，人们将抢购股票，直到证券收益股息再次达到平衡为止。债券也有相类似的风险特征。总之，由于两者都受周期和市场的影响，它们都有一定的投资风险。

本杰明·格拉汉姆的证券投资规则之一就是正确选择证券，他认为应该选择那些股息收益达到债券收益两倍的股票。这是一个很好的建议，可不幸的是，这种情况出现得极少，最后一次出现在1957年。

图 6—1 表明在过去一个世纪中，标准普尔指数股票的收益率与

① 息票利率（Coupon rate）：息票指定期付给债券持有人的利息。息票利率即为基于债券面值的回报率（债券面值是发行人到期将归还债券持有人的本金）。这一利率一般设定为债券发行时市场通行的利率。息票既可以是固定利率，也可以是浮动利率；既可以于到期日一次付清利息，也可以定期支付利息。传统上，大多数债券都带有固定利率的息票，并每半年支付一次利息。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

穆迪投资者服务公司[①]（以下简称：穆迪公司）10 年内 AAA 债券[②]息票利率的变化趋势相反。

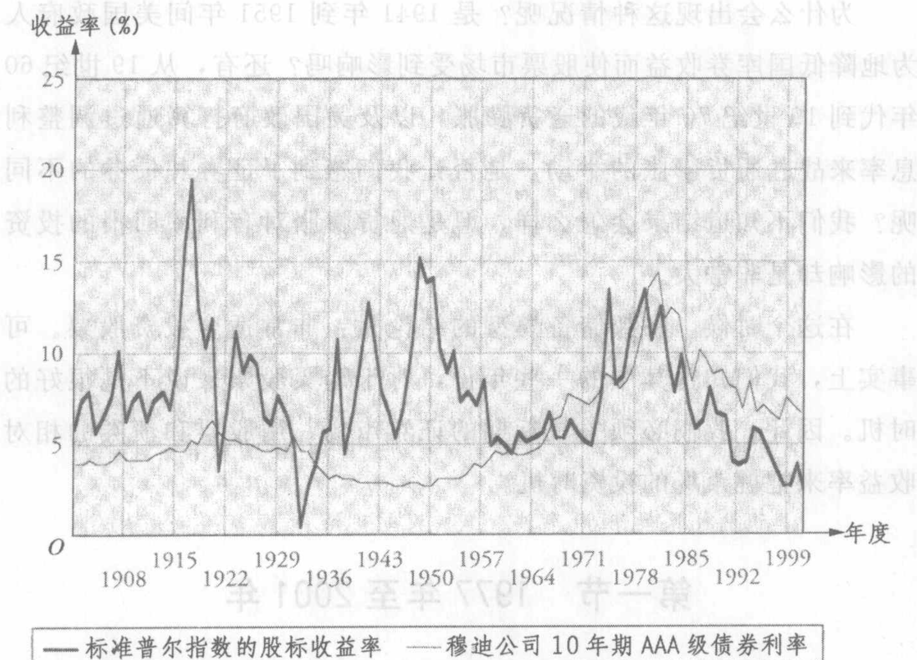


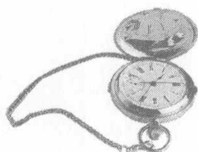
图 6－1　1901～2001 年，证券收入与债券收益比较

由图 6－1 可知，大约在 20 世纪前三分之二的时间里，证券收益率跟近几年相比非常高，证券收益率和公司债券息票利率之间也

① 穆迪投资者服务公司（Moody's Investors Service）：由约翰·穆迪于 1909 年创立。约翰·穆迪在 1909 年首创对铁路债券进行信用评级。1913 年，穆迪开始对公用事业和工业债券进行信用评级。穆迪公司的总部设在美国纽约，其股票在纽约证券交易所上市（代码 MCO），穆迪公司是国际权威投资信用评估机构，同时也是著名的金融信息出版公司。1975 年美国证券交易委员会（SEC）认可穆迪公司、标准普尔、惠誉国际为“全国认定的评级组织”或称“NRSRO”（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）。——编者注

② AAA 债券：是高等级债券中质量最好、投资风险最小的一种债券。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



没有联系。然而，在 20 世纪的后三分之一时期内，证券收益率和公司债券息票利率开始同步移动。

为什么会出现这种情况呢？是 1941 年到 1951 年间美国政府人为地降低国库券收益而使股票市场受到影响吗？还有，从 19 世纪 60 年代到 19 世纪 70 年代的通货膨胀，以及美国政府打算通过调整利息率来战胜通货膨胀的举动，是否让我们感到了证券和债券的不同呢？我们不知道结果会怎么样，但是通货膨胀对有利率回报的投资的影响却是非常大。

在这个时候，联邦储备模型的结论是：非常适合投资股票。可事实上，我们知道其中的一些年份，对于购买股票来说不是很好的时机。因此，我们必须关注近期的证券市场，用股票和债券的相对收益率来把握市场的投资时机。

第一节 1977 年至 2001 年

如图 6—2 所示，我们将标准普尔指数股票的收益率和过去 25 年中穆迪公司的 10 年 AAA 债券收益率放大比较。

我们的策略是在股票比债券更加吸引人时买进股票，也就是说，当股票收益率高于 10 年 AAA 债券的息票利率时买进股票。

善于把握时机的投资者，根据联邦储备模型，在合适的时机每月投资 200 美元到标准普尔指数股票中。而定期定额投资者不管什么情况，每月都会把 100 美元投入到证券市场。那么 25 年之后，我们会发现什么呢？

此时，定期定额投资者已经把 3 万美元投入到了证券市场，现已拥有总价值为 7.505 9 万美元的有价证券组合——实际总回报率为 150%。而善于把握市场时机的投资者由于只找到了一些投资机会，因此他仅投入了 8 800 美元，可现在已增值到 3.068 1 万美元——实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

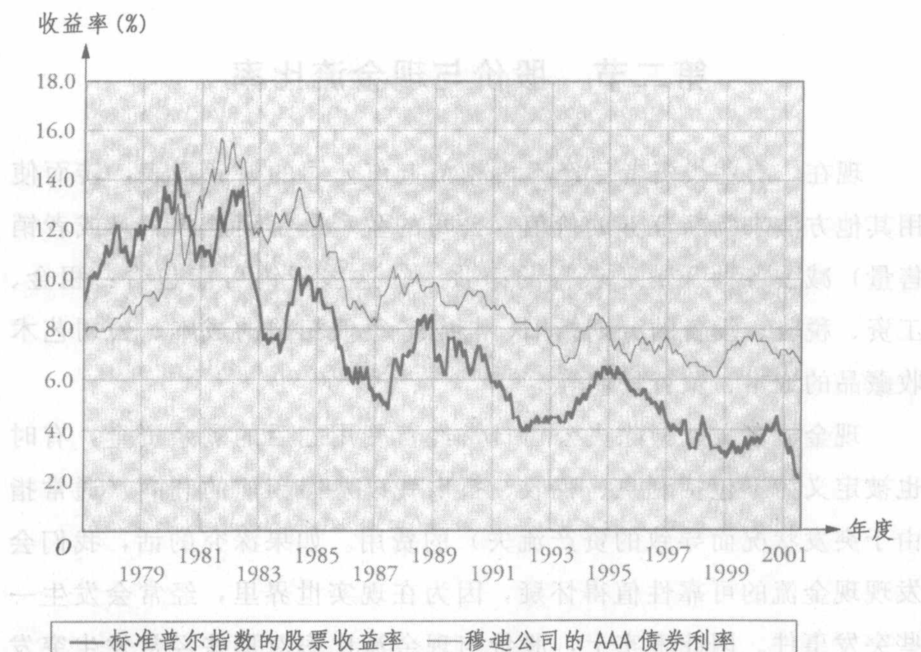
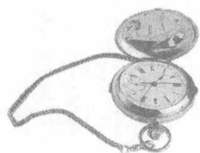


图 6－2　1977～2001 年，股票和债券

际总回报率高达 249％。此外，根据联邦储备模型，他还拥有一部分以公司债券形式存在的资金，价值在通货膨胀调整后达到 4.99 万美元，总实际收益为 5 522 美元。

尽管如此，因为把握时机的投资者仅在这些年中 15％的时间里投资证券市场，所以他错过了很多良好的投资机会。因此，联邦储备模型存在很大的不合理性。对于个人投资者来说，你们可以在《巴伦周刊》上看到每个星期的标准普尔指数股票的收益率，也可以在网站 www.economy.com 上（或其他地方）获得目前穆迪公司 10 年 AAA 级债券的收益，还可以使用巴伦最高级公司的债券指数收益率（Barron’s Best Grade Corporate Bond Index Yield）作为投资参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节 股价与现金流比率

现在，有些投资者已经不再相信上市公司的财务报表，转而使用其他方法来判断证券的价值。公司的盈利是指用总收入（或者销售量）减去各种开销后获得的净收入。这些开销可能包含：租金、工资、税收、设备的分期折旧、与财务负债相关的成本、公司艺术收藏品的成本、银行贷款等。

现金流名义上指除去公司日常经营费用之后的剩余资金，有时也被定义为不包括利息、税收、折旧费以及摊销前的利润（通常指由于突发状况而导致的资产流失）的费用。如果深究的话，我们会发现现金流的可靠性值得怀疑，因为在现实世界里，经常会发生一些突发事件。因此事实上，股价与现金流比率对那些经常发生突发状况的企业有利，比如电信公司会由于一些突发状况而出现负债现象。

在现实社会中，我们仍然需要用现金支付，但是我们不推荐用现金流的方法来判断某只股票的投资价值，而只是把它作为衡量证券市场冷热的温度计。因为这种衡量公司价值的方式有失偏颇，比如许多“有创造力”的会计师和公司主管会任意捏造财务报表，而使其现金流给投资者们展现出一幅能够带来丰厚回报的假象。

我们采用股价与现金流比率来衡量股票的实际价值，即当该比率较低时，我们就推断股票市场价格被低估，于是买进股票；而当该比率较高时，便推断股票市场被高估，于是持有股票。这里有很多支持这种观点的研究：

• 《有价证券组合管理报》（*Journal of Portfolio Management*）中报道，迈克尔·开普勒（Michael Keppler）花了大约 20 年的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察了 17 个国家的股价与现金流比率。他根据各国的股价与现金流状况，将这些国家分为四类，然后跟踪这些国家的股票市场在其后三个月内的表现。他发现：具有最低股价与现金流比率的国家，股票市场的回报最高。

• 根据 1968 年年到 1990 年间每年的股价与现金流比率，拉克尼首克教授、威士尼教授和施雷夫教授将所有在纽约和美国证券交易市场的公司进行排列，并研究了这些市场中的各种各样的有价证券组合在五年后的表现。他们发现，具有最高股价与现金流比率的证券组合在五年以后具有最低的平均年回报率（9%），然而具有最低的股价与现金流比率的证券组合却具有最高的平均年回报率（20%）。

• 詹姆斯·P·欧肖内西（James P. O'Shaughnessy）仔细分析了证券市场。在 1951 年，他选择了有最低股价与现金流比率的 50 只股票（这是他持有股票数量的最高纪录了）。到 1994 年为止，这些股票的平均回报率已经达到了 16.5%，而证券市场的平均回报率仅为 12.6%。

我们现在不考虑股价与现金流比率是否有利于个别股票的选择，而想要知道该比率是否有助于从总体上把握市场的购买时机。我们的方法是通过比较目前的股价与现金流比率和其 15 年价格平均值来判断证券价值被低估还是高估。

同市账率一样，我们仅有 1977 年之后的数据。因此，为了得到 15 年的价格平均值，我们建立了 1962 年到 1977 年间的数据，并使用回归分析法衍生出早期的股价与现金流比率。

图 6—3 显示的是从 1977 年到 2001 年间的股价与现金流比率和 15 年价格均线。

我们比较一下两位投资者在证券市场中投资 25 年以上所带来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6－3　1977～2001 年，标准普尔指数股票的股价与现金流比率

收益。定期定额投资者，不管发生什么，每个月都购买价值为 100 美元的标准普尔指数股票。而善于把握时机的投资者，只在股价与现金流比率低于 15 年价格均线时，每月才把 200 美元投入市场。他们的投资回报会有怎样的不同呢？

到 2001 年年底，定期定额投资者已经投资了 3 万美元（2001 年美元），并且像往常一样现在已拥有 7.505 9 万美元，实际总回报率为 150%。而善于把握时机的投资者已经在相同的时间段内投资了 2.14 万美元，可回报已经增长到 8.154 4 万美元，实际总回报率为 281%。此刻，他正揣着 1.013 4 万美元在等待下一个投资机会的降临。不过，虽然股价与现金流比率可以帮助我们从总体上把握市场的购买时机，但是它仍值得我们进一步的收入研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 市售率

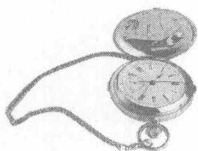
为什么股票价格会涨或会跌？为什么我们不把总销售额作为选择股票的标准呢？如果一个公司具有很高的销售额，那么该公司的运营会很顺利吗？我们把每股的年销售额除以每股的价格，就得到了证券的市售率。市售率告诉我们：你投资的每一美元会给公司带来多少收入。当市售率很低时，证券的销售价格就会降低；而当市售率较高时，证券的销售价格就会相应提高。

这对证券估价来说看似是一个完美的方法，但谁会在乎公司的销售额呢？人们看重的只是利润。比如，一家全国连锁的面包店最近倒闭了，但是他们仍然还有很多面包圈，公司的市售率也没有下降，因此公司倒闭的真正原因不是产品的短缺，而在于每个面包圈的平均成本过高。

人们看重利润的一个关键原因在于：在不同的地区，1 美元创造的价值是不同的。一个卖豆子的农民，通过与全球成本最低的生产者竞争，可能会幸运地从 1 美元的销售额中赚到一到两美分的利润。而一家拥有新研发药品的生物技术公司，可能会从 1 美元的销售额中获得 30 美分的利润。

"市售率"这一数据在互联网时代具有特别的意义。因为".com"所代表的网络本身是不盈利的，这就像金钱源源不断地被投入了黑洞一样，没有创造任何价值。因此，在这个时代，市售率这种衡量方法显得毫无用处。此外，由于公司运行所需的资金要远远超过其收益，我们也很少使用股价与现金流比率作为证券市场的判断标准。从理论上说，虽然网络公司的市场份额会以令人惊讶的速度增长，收益最终也会慢慢提高，比如大量的负债会对市售率产生一种杠杆作用，就像炼金术一样，会把负债变成资产，但是这需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很长的一段时间。

可是，当被应用到如标准普尔指数证券中时，由于这些证券的稳定性和历史性，市售率会变得更有意义。理由如下：

• 在《什么在投资中起作用?》(*What Has Worked in Investing?*)一书中提到：以价值为研究对象的崔迪布朗公司（Tweedy Brown&Company）认为，较低的市售率总是与其他价值测量方法相关联，比如较低的市盈率以及较低的净资产。

• 欧绍奈斯对整个证券指数进行了全面观察。与确定标准普尔指数的方法类似，他在1952年选择了一些市售率较低的证券，并发现用市售率来衡量市场价值比他之前研究过的所要方法都要好。

同股价与现金流比率和市账率一样，我们仅有1977年之后的数据。因此，为了得到15年的价格平均值，我们建立了1962年到1977年间的数据，并使用回归分析法衍生出早期的市售率。结果显示在图6—4中。

通过观察我们发现，当标准普尔指数股票的市售率低于其15年价格均线时，股票市场价格被低估；而当标准普尔指数股票的市售率高于其15年价格均线时，股票市场价格被高估。

我们现在假设，在过去的25年中，善于把握市场时机的投资者把市售率作为他的投资指南，并在合适的时间每月把200美元投入到标准普尔指数股票中；而定期定额投资者每月把100美元投入市场，他们的投资结果会有什么不同呢?

定期定额投资者在该时期内投资了3万美元，他的投资清单上显示出他总共获得了7.505 9万美元的投资回报——实际总回报率为150%。而根据市售率把握市场时机的投资者却得到了另一个结果：投资的2.14万美元增值到了8.159 1万美元（加上以短期国库券形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

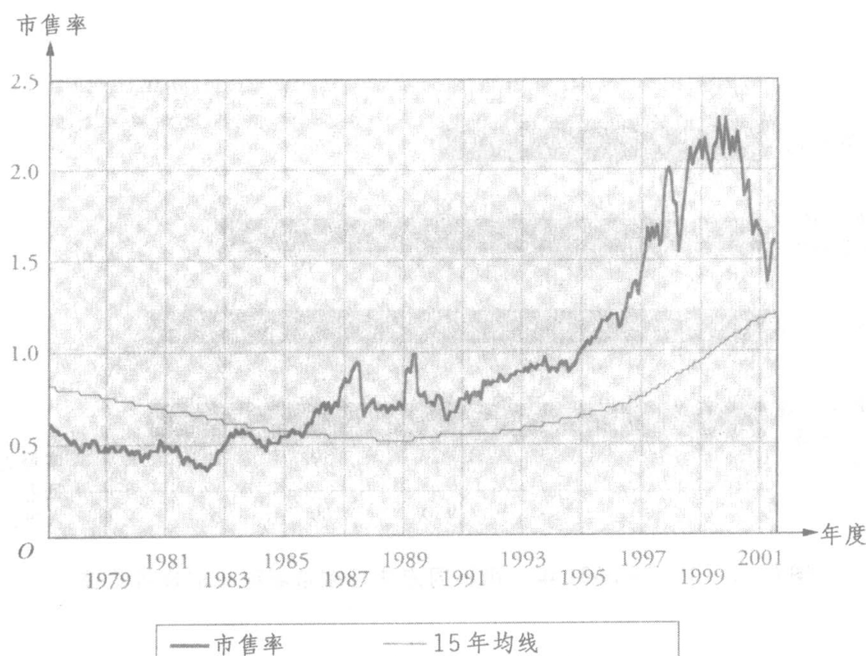


图 6－4　1977～2001 年，标准普尔指数股票的市售率

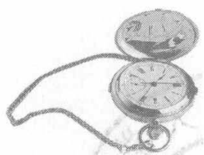
式持有的 1.013 4 万美元的现金，以及他把现金投入债券市场而获得的 1.328 5 万美元），实际总回报率为 289%。

如图 6—5 所示，在过去的 25 年中，善于把握市场时机的投资者运用三种投资工具得到了与定期定额投资者不同的投资回报。通过比较这三种投资方式的投资回报记录，我们发现，它们确实能提升我们把握市场时机的能力。

我们可以在网站 www.barra.com/research/fundamentals.asp 上获得每月的市售率和股价与现金流比率等数据及其变化情况。在过去的 15 年里，平均市售率约为 1.2，平均股价与现金流比率为 10.4。

现在我们研究一下这些因素之间的相互关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



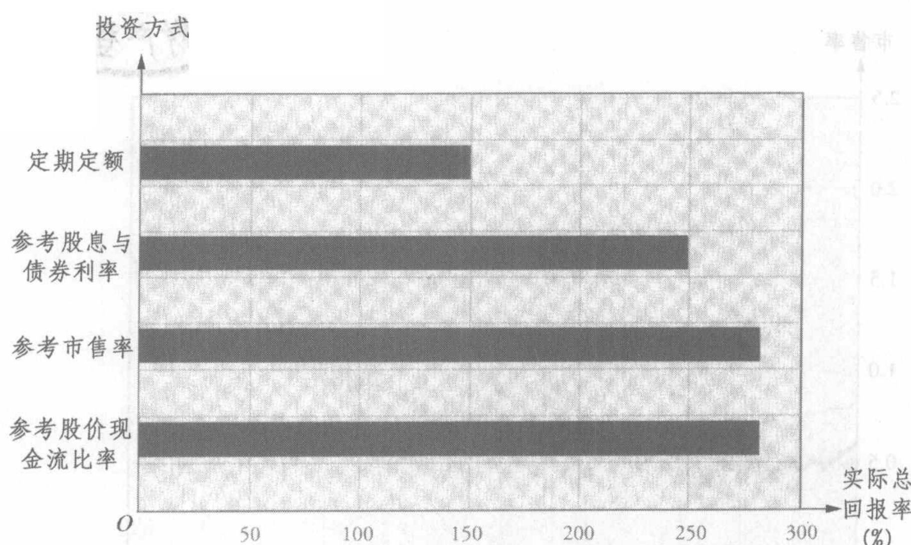


图 6－5 1977～2001 年，用不同方法把握市场时机的投资收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

获得高回报的综合因素

纵观整个 20 世纪，我们同时采用四个指标来预测长期投资表现。让我们看一下，这些指标是如何相互支持和相互影响的。

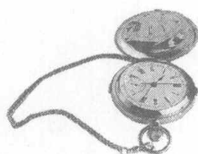
以投资者为例，我们考虑他在如下六种不同条件下的投资表现：

1. 不采用任何预测方法进行投资。
2. 采用预测方法，但是在没有任何投资信号的情况下投资。
3. 根据价格投资，即在当前通货膨胀调整后的标准普尔指数股票价格低于其 15 年价格均线的那些年底进行投资。
4. 根据市盈率投资，即当标准普尔指数股票的市盈率低于其 15 年价格均线时买进股票。
5. 根据市场的股息收益率投资，即当股息高于其 15 年价格均线时买进股票。
6. 根据基本价值投资，即当替代成本的价格比率低于其 15 年价格均线时进行投资。

他们的收入状况如图 7—1 所示。

在反映市场时机的四个指标中，任何一个指标都可以帮助投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



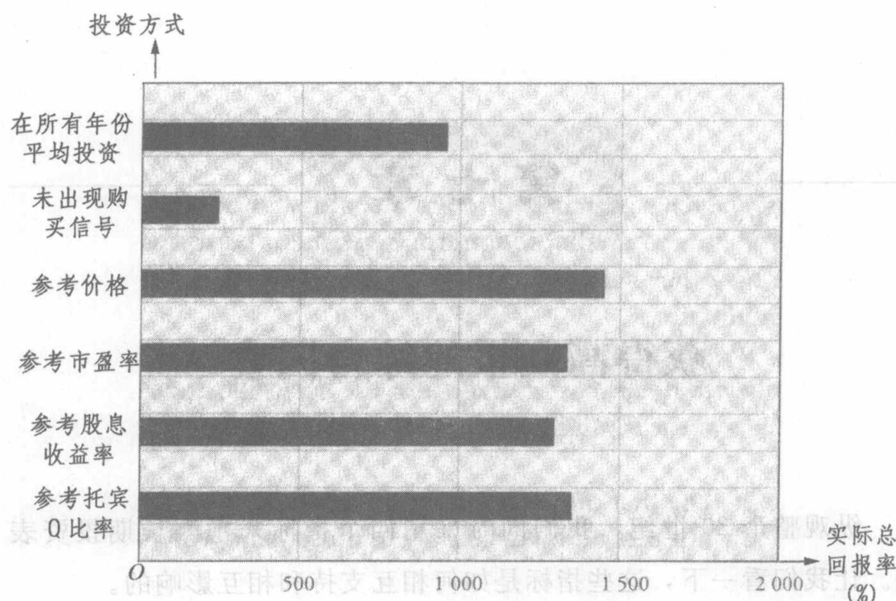


图 7—1 1902～2001 年，市场时机

者把握购买时机。以对标准普尔指数股票的投资为例，在 20 世纪里，虽然某些股价下跌的年份并没有出现购买时机，但是善于把握市场时机的投资者，其投资收益要比一般人高出 39％以上，而比起在错误时机投资的人更是要高出 445％。当然，其他三个测量方法都预测出了证券价格未来的上涨趋势。从中我们可看出，有效的市场分析与证券的实时走势信息是完全匹配的。

在 100 年的时间里，如果定期定额投资者以每年 1 000 美元的投资方式投资标准普尔指数股票，他会获得怎样的收益呢？而如果捕捉市场时机信号，他每年的资产又会有多少呢？图 7—2 反映了这个情况。

• 不管市场时机信号会以什么形式显现，“所有年份”都意味着投资者每年都可以购买该股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

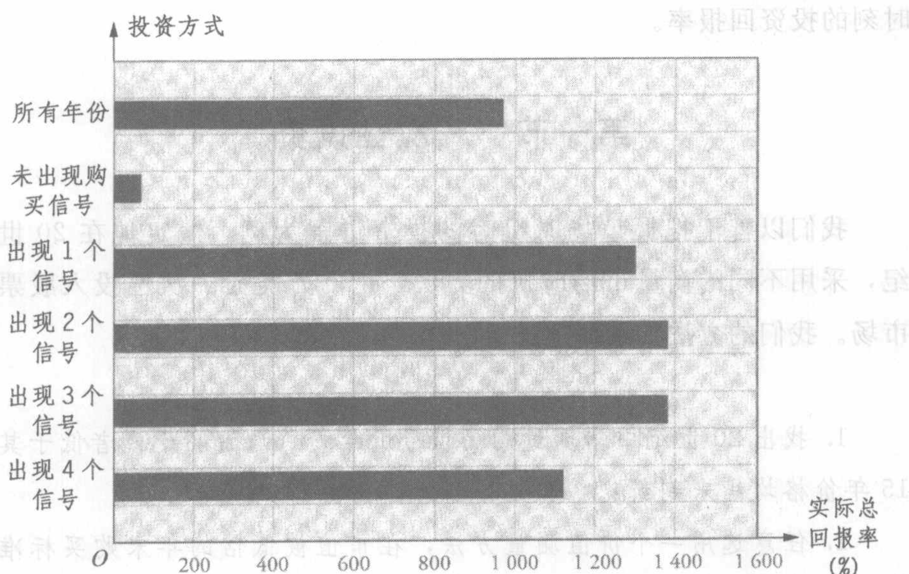


图 7－2　1902～2001 年，定期定额投资与把握市场时机进行投资的比较

• 没有出现购买信号的时间约为 36 年。

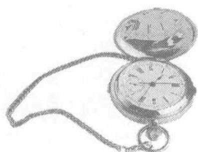
• 图中的柱形图显示，在那些有一个或者多个购买信号的年份里的定期定额投资结果。

在对市场进行理性估价时，根据这四个投资信号中的任何一个，你至少会获得超过 39％的实际总回报（高于市场的年平均收益率）。

在某些股价呈下跌走势时，四个指标都反映出，这时的市场具有长线投资价值。这是一种异常现象吗？当然不是。因为在 20 世纪里只有 27 个这样的年份，并且其中 12 个年份都是在预测时间段的尾声才出现这种现象，而这时的股价没有足够时间回到 20 世纪早些年份那样的高点。因此，尽管四个信号都出现了，但是我们投资的平均收益会大打折扣。

总之，只要有足够的时间，我们就可以预测，这四个投资指标有助于我们大大提高投资回报率，而且它肯定会达到甚至超过其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时刻的投资回报率。

第一节　一次性投资

我们以善于把握市场时机者的投资进程为例。假定他在 20 世纪，采用不同的衡量市场时机的方法，把 5 万美元一次性投入股票市场。我们的方法如下所述：

1. 找出 20 世纪中出现过购买信号的年份（通过高于或者低于其 15 年价格均线来判断）。

2. 任意选用一个价值测量方法，在市值被低估的年末购买标准普尔指数股票。

3. 然后，我们计算在随后的 5 年、10 年、15 年、20 年中标准普尔指数股票的实际总回报。比如，如果在 1902 年买入股票，我们就计算在 1907 年、1912 年、1917 年和 1922 年时的实际总回报；再如，如果我们在 1903 年买入股票，那么我们就计算在 1908 年、1913 年、1918 年和 1923 年时的实际总回报。以此类推。

4. 分别计算每个持有期间（5 年、10 年、15 年和 20 年）内的平均回报。

5. 再换用其他价值测量方法，重复步骤 3 和步骤 4，计算出不同价值衡量方法在每个持有期间（5 年、10 年、15 年和 20 年）内所带来的平均回报。同样，我们也选出没有出现任何购买信号的年份，并采用上述方法，计算出在每个持有期间（5 年、10 年、15 年和 20 年）内的平均回报。

得到的结果如图 7—3 至图 7—6 所示。

本杰明·格拉汉姆认为：从短期来看，市场具有投机性；而从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

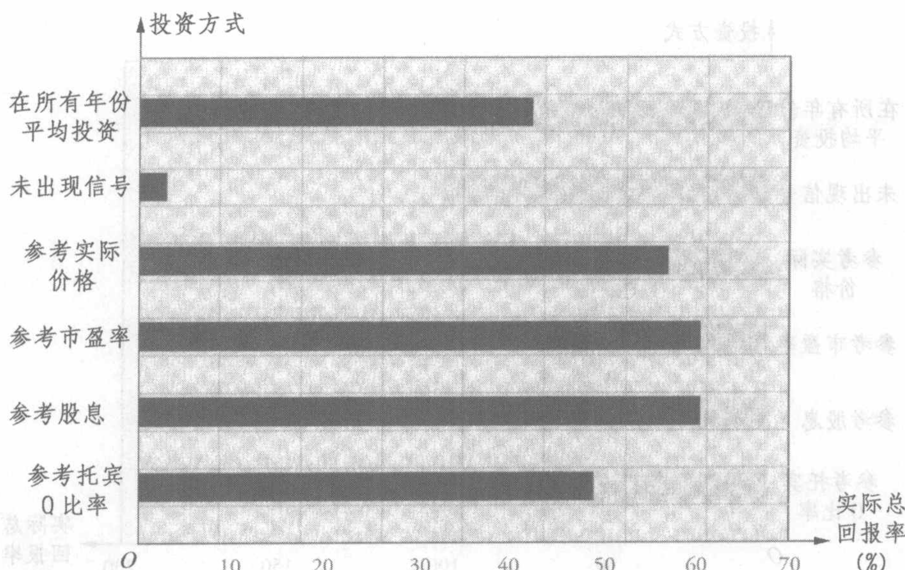


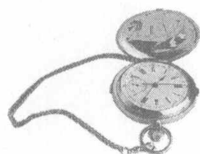
图 7－3 5 年总回报率

长期来看，市场是真实力的较量。图 7－3 的数据证实了格拉汉姆的观点。从图 7－3 中我们可以看出，在 5 年内，使用价值测量方法所所带来的回报与不使用价值测量方法所带来的回报区别很小——使用价值测量方法的收益为 11%，而不使用价值测量方法的收益为 5%。这也是大多数把握市场时机的研究令人失望的原因所在。说得形象一点，从短期来看，证券市场就像孩子们玩的游戏，人们不应该高估它的收益。

然而，从图 7－4 中可以看出，情况出现了转折。运用市场时机衡量价值的投资者获得的收益要比漫不经心的投资者高出 16%，比弄错市场时机而导致投资失误的投资者要高出 31%。

在 15 年时期内（根据图 7－5），善于把握时机的投资者把一般投资者远远地甩在了后面。善于把握时机的投资者获得的收益比漫不经心的投资者高出 39%，比判断错误而没有抓住市场时机的投资者要高出 319%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



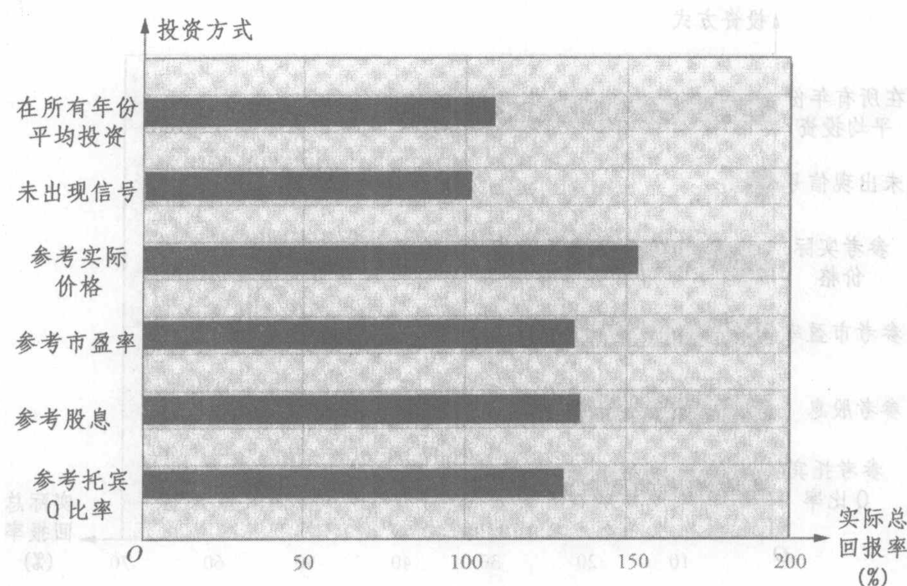


图 7－4　10 年总回报率

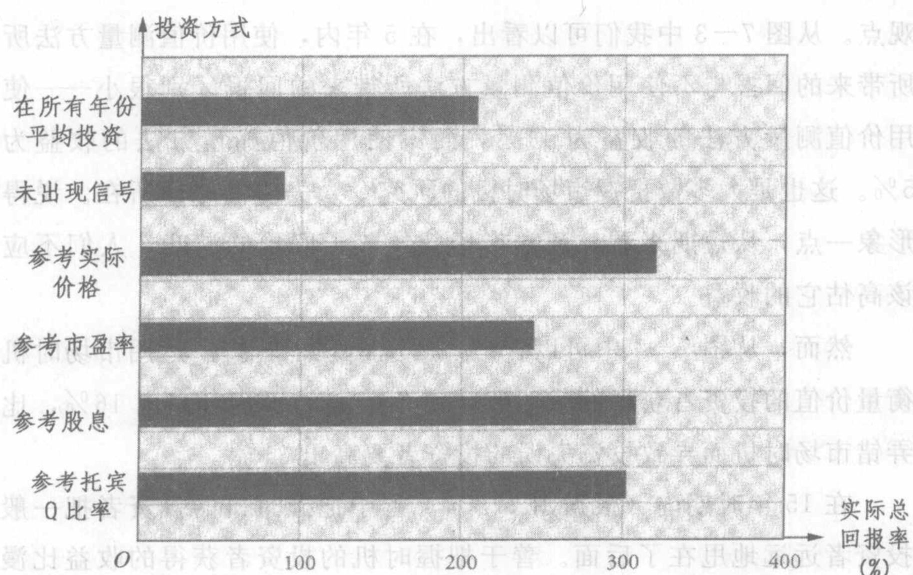


图 7－5　15 年总回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 20 年时期内（图 7—6），善于把握市场时机的投资者仍然在继续前进着，其回报率比一般投资者高出 39%，比投资失误的投资者高出 577%，这个比率是相当惊人的。

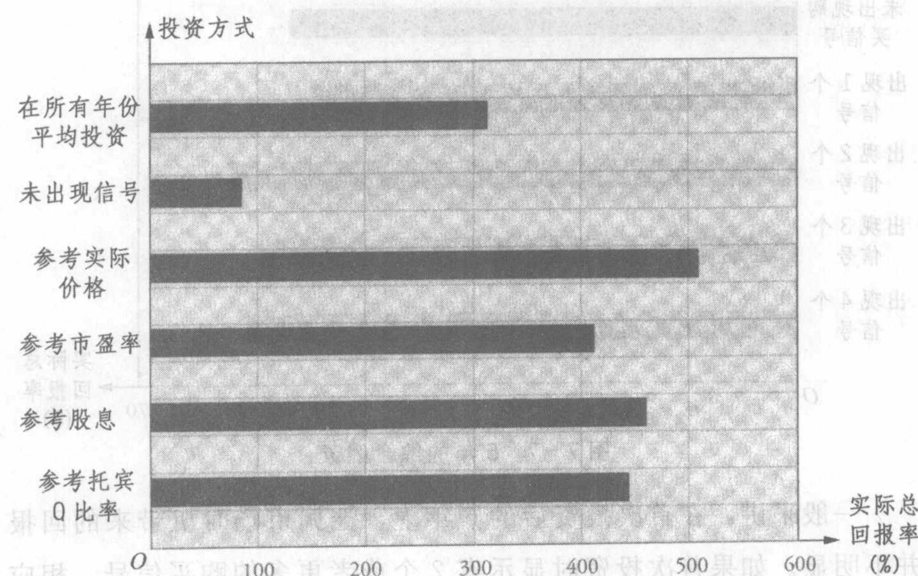
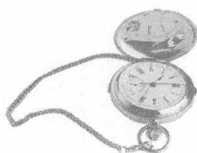


图 7—6 20 年总回报率

第二节 综合因素

我们统计了每年的购买信号（价格、市盈率、股息收益率、托宾 Q 比率）的数量。在一些年份中，没有出现任何购买信号；而在其他年份中，可能同时有 2 个、3 个或者 4 个购买信号。根据购买信号数量的多少，我们把所有年份分为五类：没有信号的年份、1 个信号的年份、2 个信号的年份、3 个信号的年份、4 个信号的年份。然后在这五类年份里分别投资，并计算在其随后的 5 年、10 年、15 年和 20 年里的投资表现，最后平行比较所得的每组数据。比较结果如图 7—7 至图 7—10 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



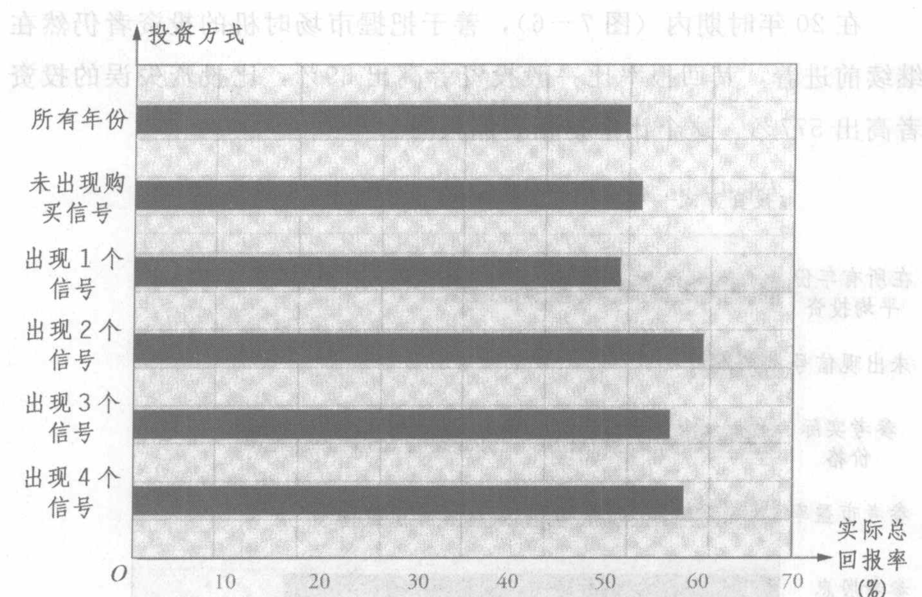


图 7－7　5 年的综合因素

一般来讲，在首次投资后的 5 年中，把握市场时机带来的回报并不明显。如果首次投资时显示有 2 个或者更多的购买信号，相应地，回报率会比没有信号时投资要好得多，大约可达 11%。尽管如此，实际上，由于其他一些因素的影响，把握市场时机带来的回报率达不到 11%。

在图 7—8 中可以看出，在有 2 个购买信号的年份里投资，其 10 年后的收益率可达 32%，比所有年份的平均值高出 17%。

图 7—9 显示，在首次投资之后的 15 年内，在至少出现 1 个购买信号的年份里购买证券的收益率会比随机购买证券的收益率高出 19%，而比在没有购买信号时购买证券的收益率高出 258%。

在首次投资之后的 20 年内，在具有购买信号的年份里投资的收益率要比在没有购买信号时投资的收益率高出 501%（见图 7—10）并比所有年份的平均值高出 23%。由此可见，把握市场时机是长线投资者最好的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

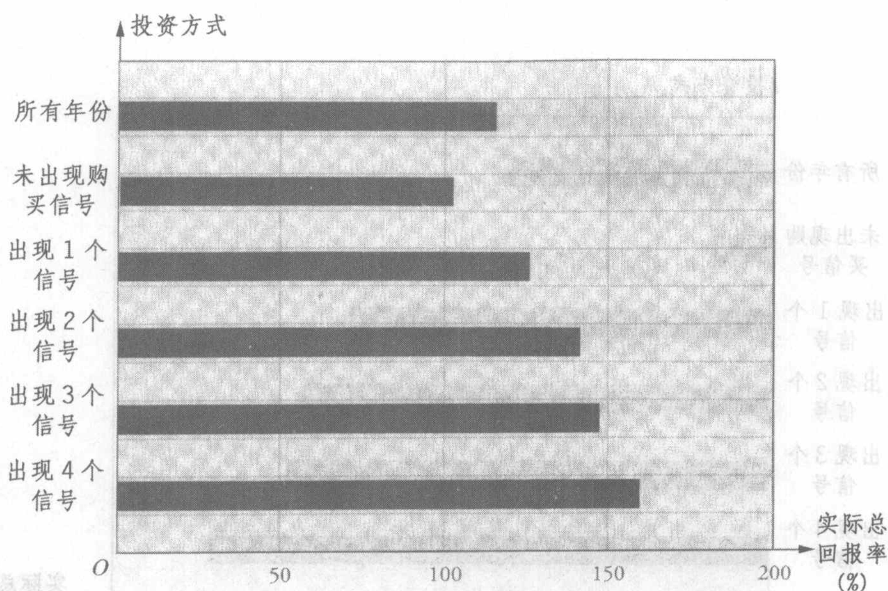


图7－8　10年的综合因素

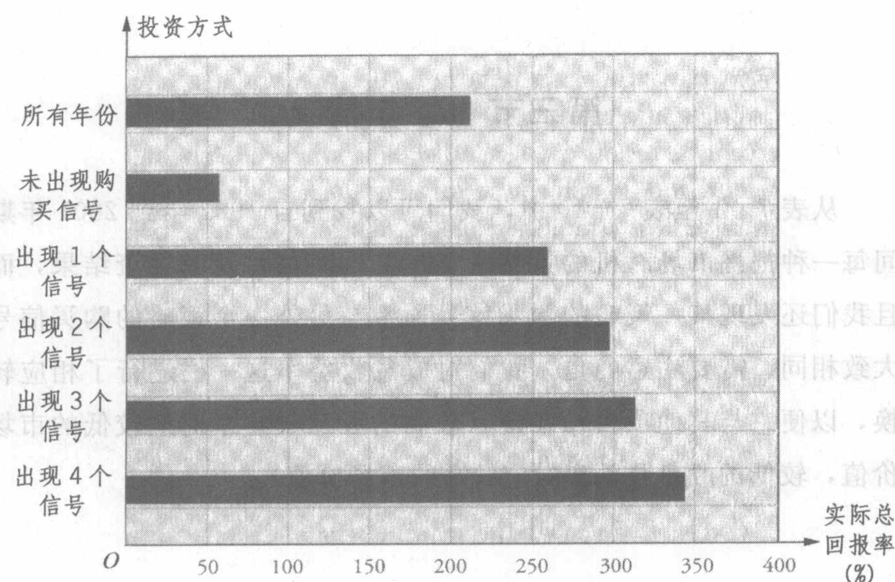
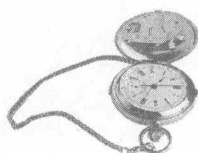


图7－9　15年的综合因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



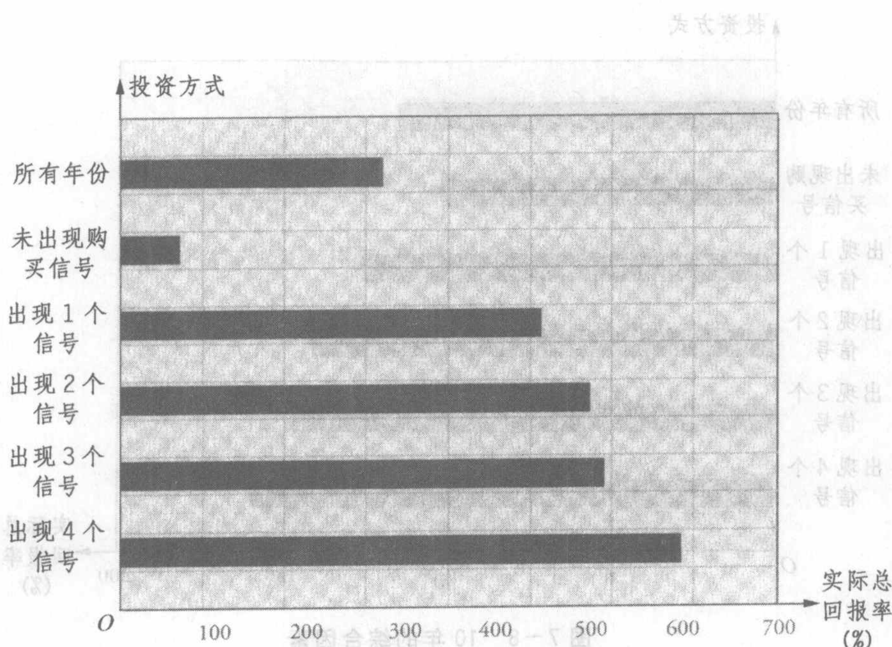
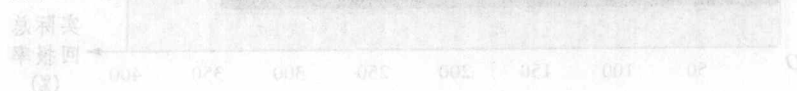


图 7－10　20 年的综合因素

第三节　逐年情况



从表 7－1 至表 7－10 中，我们可以找到自 1902 年到 2001 年期间每一种把握市场时机的策略所显示的购买信号及其投资结果，而且我们还发现某一策略的购买信号通常与另外一个策略的购买信号大致相同。需要注意的是，我们对股息收益率这一栏进行了相应转换，以便它与其他项目相匹配（较高的股息收益率对应较低的市场价值，较低的股息收益率对应较高的市场价值）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

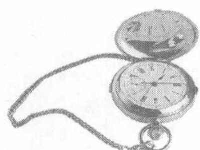
第四节 1902 年至 1913 年

在威廉·麦金利（William McKinley，美国第 25 任总统）总统的任期内，保守派掌权。因此，对于长线投资者来说，这段时间并不是特别好的投资的时间。而在 1907 年，银行界出现了严重的策略错误。为了跟商业银行竞争，大量信贷公司借出资金，可这时的银行并没有相应的储备资金。所以在那个夏天，许多人破产了，证券公司也随之纷纷倒闭，进而爆发了全国范围内的大萧条。因此，这个时间段是购买证券的最好时机。摩根大通银行（J. P. Morgan）就是通过这种方式使自己走出了危机，如表 7—1 所示。

表 7—1 1902 年至 1913 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1902	高	低	高于平均值	高于平均值	43
1903	高于平均值	低	低	低	69
1904	高	低于平均值	高	高于平均值	64
1905	高	低	高	高	75
1906	高	低	高于平均值	高于平均值	97
1907	低于平均值	低	低	低	305
1908	高	低于平均值	低于平均值	低	310
1909	高	低	低于平均值	低	229
1910	高于平均值	低	低	低	186
1911	高于平均值	高于平均值	低	低	72
1912	低于平均值	低于平均值	低	低	67
1913	低	低	低	低	186

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节 1914 年至 1922 年

这段时间，世界处在战争状态。第一次世界大战的爆发和一战后的通货膨胀，以及 1920 年至 1922 年间紧缩的货币政策而引起的大萧条，给证券市场带来了大量的购买机会，如表 7—2 所示。

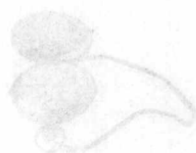
表 7－2　1914 年至 1922 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1914	低	高于平均值	低	低	189
1915	低于平均值	低	高于平均值	低	209
1916	低	低	低	低	318
1917	低	低	低	低	315
1918	低	低	低	低	439
1919	低	低	高于平均值	低	409
1920	低	低	低	低	472
1921	低	高	低于平均值	低	257
1922	低	高于平均值	高于平均值	低	204

第六节 1923 年至 1929 年

在卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）总统的任职期间，国家出现了新的繁荣景象。这段时间与以往有很大的不同，表现为大萧条已经结束，汽车行业、室内用品销售和房地产市场逐渐走向繁荣，广告业绩和大众消费额也大大增长。每个人的嘴边都挂着“证券”这两个字，边际效应出现最小化。总之，1927 年之前出现了证券投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资的极好时机，任何证券投资商都有可能在一夜之间获得暴利。但是到了1929年，市场崩溃了，如表7—3所示。

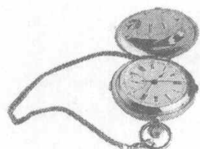
表7—3 1923年至1929年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾Q比率	20年后（%）
1923	低	低于平均值	低于平均值	低	269
1924	低于平均值	低于平均值	高	低于平均值	242
1925	高于平均值	低于平均值	高	低于平均值	266
1926	高于平均值	低于平均值	高	高于平均值	147
1927	高	高	高	高	72
1928	高	高	高	高	19
1929	高	高于平均值	高	高	58

第七节 1930年至1939年

这时，美国出现了货币紧缩现象，经济陷入了大萧条。与其他国家一般贸易特点不同，《斯姆特—霍利关税法》（*Smoot-Hawley Tariff Act*）在这个时期起着至关重要的作用［请参阅《费里斯·布勒的一天》（*Ferris Bueller's Day Off*），本书作者对这个问题进行了较为深刻的研究］。到1932年为止，货币价值极度紧缩，损失了其至少六分之五的价值。对此，美国国会的解决办法是提高税收。随后，罗斯福接手国会，他采取了不计其数的新政府项目、议案代理和“新政”等措施。虽然这些措施在当时有很多积极的意义，如使美国经济回升、失业人数大幅度下降。而且其大胆借鉴社会主义的长处，用改革的方法化解了资本主义危机，避免了法西斯上台。但是，这些措施也带来了一些负面影响。如其中最大的不利影响在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于，“新政”推行的“以巨额财政赤字刺激经济发展”的方针为美国此后连年的通货膨胀和财政赤字不断上升播下了种子，也在一定程度上为西方国家20世纪70年代开始的“滞胀”埋下了隐患。故到了1937年至1938年间，全美经济陷入了严重的衰退之中。到1939年，美国经济的总产出甚至跌破了1929年的总支出。总的来说，这段时间是证券市场相当敏感的一个时期，如表7—4所示。

表7—4 1930年至1939年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾Q比率	20年后（%）
1930	高	高	高于平均值	高于平均值	143
1931	低于平均值	高	低	低于平均值	355
1932	低于平均值	高	低于平均值	低	426
1933	高于平均值	高于平均值	高	低于平均值	240
1934	低于平均值	高于平均值	高	低于平均值	443
1935	高于平均值	低于平均值	高	高于平均值	399
1936	高	低于平均值	高	高	297
1937	低于平均值	低	低	低于平均值	450
1938	高于平均值	低于平均值	高于平均值	低于平均值	473
1939	低于平均值	低	低于平均值	低于平均值	540

第八节 1940年至1945年

珍珠港事件之后，美国对日宣战，正式加入了第二次世界大战。纽约港德国潜水艇事件和借出—租赁项目的出台等事件刺激了出口贸易，并最终把我们从大萧条境遇中拉了出来。此后，随着原子弹在日本上空的爆炸和整个市场购买力的提升，证券市场上出现了巨大的购买时机，如表7—5所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7—5　1940年至1945年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾Q比率	20年后（%）
1940	低于平均值	低	低	低	613
1941	低	低	低	低	1022
1942	低	低	低于平均值	低	812
1943	低于平均值	低	高于平均值	低	804
1944	低于平均值	低	高于平均值	低于平均值	793
1945	高	低	高	高于平均值	639

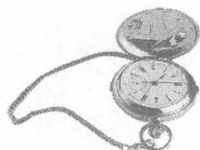
第九节　1946年至1953年

在和平年代，军队的日常支出并没有减少。但是，冷战的开始和朝鲜战争的爆发再一次给证券市场带来了新的购买机遇，如表7—6所示。

表7—6　1946年至1953年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾Q比率	20年后（%）
1946	低于平均值	低	高于平均值	低于平均值	729
1947	低	低	低于平均值	低	933
1948	低	低	低	低	974
1949	高于平均值	低	低	低	670
1950	低于平均值	低	低	低于平均值	518
1951	高	低于平均值	低于平均值	高于平均值	485
1952	高	低于平均值	高于平均值	高于平均值	473
1953	高	低于平均值	低于平均值	高于平均值	358

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



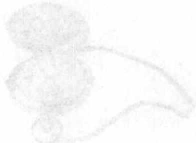
第十节 1954 年至 1972 年

在艾森豪威尔和肯尼迪当政时期，美国出现了第二次世界大战后经济的扩张和繁荣期。这时，大萧条已经成为遥远的记忆，没有发生通货膨胀，也没有出现明显的经济衰退迹象，人们再次投身证券市场。当然，越南战争在客观上促成了此时的经济繁荣。不过，这时的短线投资回报非常好，而长线投资就相对较差了，如表 7—7 所示。

表 7—7 1954 年至 1972 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1954	高	高于平均值	高	高	69
1955	高	高于平均值	高	高	91
1956	高	高于平均值	高	高	118
1957	高	高于平均值	高于平均值	高	118
1958	高	高	高	高	51
1959	高	高	高	高	44
1960	高	高	高	高	71
1961	高	高	高	高	18
1962	高	高	高	高	54
1963	高	高	高	高	50
1964	高	高	高	高	33
1965	高	高于平均值	高	高	53
1966	高	低于平均值	高于平均值	高于平均值	107
1967	高	高于平均值	高	高	73
1968	高	高于平均值	高于平均值	高	83
1969	高于平均值	低于平均值	低于平均值	低于平均值	167
1970	高于平均值	高于平均值	低于平均值	低	147
1971	高于平均值	高于平均值	高于平均值	低	183
1972	高	高于平均值	高于平均值	低于平均值	157

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



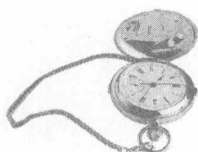
第十一节　1973年至1985年

石油输出国组织的石油禁运政策和美国的野蛮扩张主义货币政策造成了国内严重的通货膨胀。此时，除了现金之外，所有种类的纸质金融货币都被禁用了。大盘的上证指数跌至原来的一半。对于价格敏感的投资者来说，这是一个购买证券的好时机，如表7－8所示。

表7－8　市场估价，1973年至1985年

年份	价格	市盈率	股息	托宾Q比率	20年后（%）
1973	低	低	低于平均值	低	251
1974	低	低	低	低	429
1975	低	低	低	低	453
1976	低	低	低于平均值	低	457
1977	低	低	低	低	739
1978	低	低	低	低	987
1979	低	低	低	低	1123
1980	低	低	低	低	813
1981	低	低	低	低	805
1982	低	低	低	低	?
1983	低于平均值	低于平均值	低于平均值	低	?
1984	低于平均值	低	低于平均值	低	?
1985	高于平均值	高	高	低于平均值	?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十二节 1986 年至 1995 年

在这段时间（除了经济略微衰退的 1991 年），经济得到了持续增长，一个前所未有的经济繁荣期开始了。此时的短线投资效果非常卓著，可谓是立竿见影，但长线投资的效果却处于未知状态，如表 7—9 所示。

表 7—9 1986 年至 1995 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1986	高	高	高	高于平均值	?
1987	高	高	高	高于平均值	?
1988	高	高于平均值	高	高	?
1989	高	高	高	高	?
1990	高	高	高	高	?
1991	高	高	高	高	?
1992	高	高	高	高	?
1993	高	高	高	高	?
1994	高	高于平均值	高	高	?
1995	高	高于平均值	高	高	?

第十三节 1996 年至 2001 年

美国联邦储备局认为，互联网和电信革命已永久地提高了生产力，就像用水泵抽水一样，它们把大量的现金吸进了证券市场。这时的每个人都在欢呼。但是，出人意料的是，这只是一个泡沫经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而已。这个泡沫经济在2000年破碎了，并一直影响到2002年的证券市场——标准普尔指数的跌幅达到40%，而且这种趋势还在继续恶化。长线投资的效果是未知的，而且短线投资的前景也不容乐观，如表7—10所示。

表7—10 1996年至2001年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾Q比率	20年后（%）
1996	高	高	高	高	?
1997	高	高	高	高	?
1998	高	高	高	高	?
1999	高	高	高	高	?
2000	高	高	高	高	?
2001	高	高	高	高于平均值	?

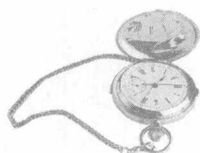
投资者普遍认为，在长期投资方案中，证券市场是最安全的地方。但是，在10年或者15年的时间里，你可能会赔钱；甚至到了20年以后，由于通货膨胀的影响，你可能仍然得不到任何收益。

在预测股票市场的投资回报时，我们不能片面强调分子的作用，即卖出股票时我们获得的收益，否则投资者将躁动不安，几近迷狂。同时，我们还要综合考虑分母的因素，即基础成本——支付价格，因为在20年甚至更长的时间里，单位基础成本带来的收益会放缓人们的投资步伐，使投资行为更加理性。

第十四节　多高？多低？

现在，我们采用上述四个价值测量方法对20世纪的每一年进行评分（“低”为0分，“较低”为1分，“较高”为2分，“高”为3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分），并将计算结果从 0 到 12 进行排列，看看投资时机的重要性。如果四个价值测量方法都认为市值低，那么该年得分为 0（0＋0＋0＋0＝0）；如果三个价值测量方法认为市值低，另一个价值测量方法认为市值较低，那么该年得分为 1（0＋0＋0＋1＝1）；如果两个价值测量方法认为市值是低，另两个价值测量方法认为市值是较低，该年的得分为 2（0＋0＋1＋1＝2）。同样，如果三个价值测量方法认为市值低，而另一个价值测量方法认为较高，那么该年得分为 2（0＋0＋0＋2＝2）。以此类推，如果四个价值测量方法都认为市值高，那么该年得分为 12（3＋3＋3＋3＝12）。

根据得分的高低，我们将所有年份平均分成四组，称为“低”、“较低”、“较高”、“高”。

接下来，我们分别对每组进行投资，然后查看这些年之后的 5 年、10 年、15 年、20 年中的证券市场的投资表现，最后算出每组的平均回报。结果如图 7—11 至图 7—14 所示。

如果你能在图 7—11 中找到一个明显的变化趋势的话，那么说明你的分析能力很强。实际上，5 年的时间，对于我们判断把握市场时机的信号哪个更有效来说，太短了点。因为短线投资中的外在因素往往会干扰我们的判断力。

10 年以后（如图 7—12），从整体来看，这些数据仍然没有显示出特别之处。但是，图中为“低”的那组股票的投资表现要大大超出其他三组。

在 15 年以后（图 7—13），这四组股票突然出现了较大的差别。我们发现，在购买股票时，股票市值越是被高估，我们的回报就越不尽如人意；而股票市值越是被低估，我们的回报就越多。

20 年以后（图 7—14），上述这个趋势表现得更加明显了。

总之，我们不能告诉你市场在 5 年中上下波动的情况，甚至也不能告诉你 10 年以内的情况，但是通过观察 15 年或者 20 年以上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

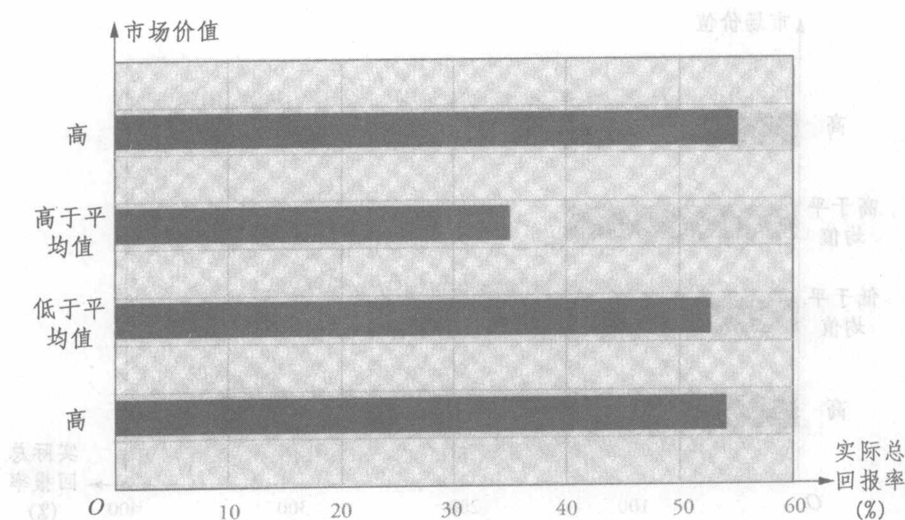


图 7－11　5 年后的市场价值

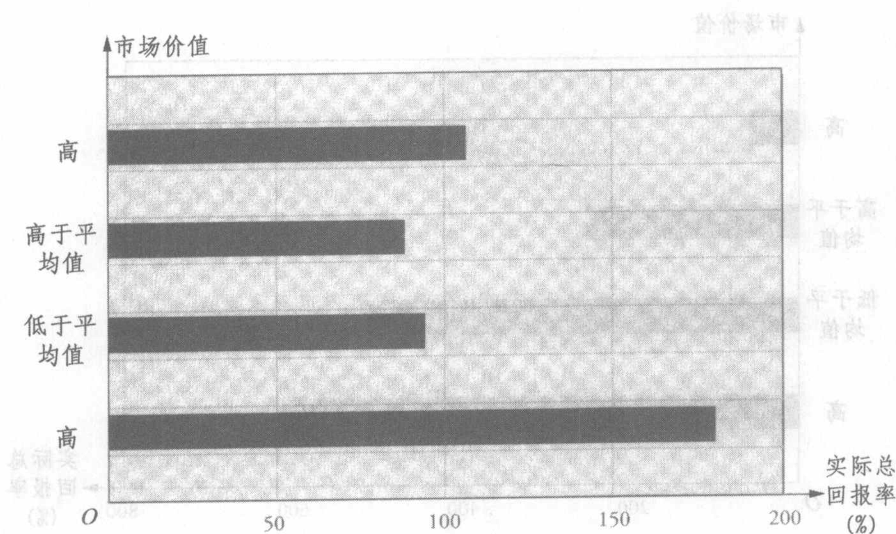
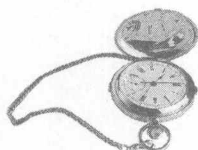


图 7－12　10 年后的市场价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



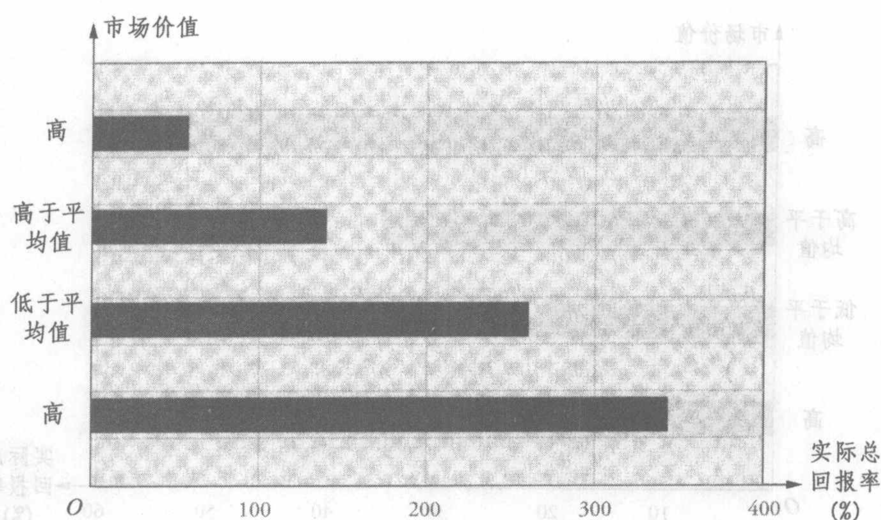


图 7－13　15 年后的市场价值

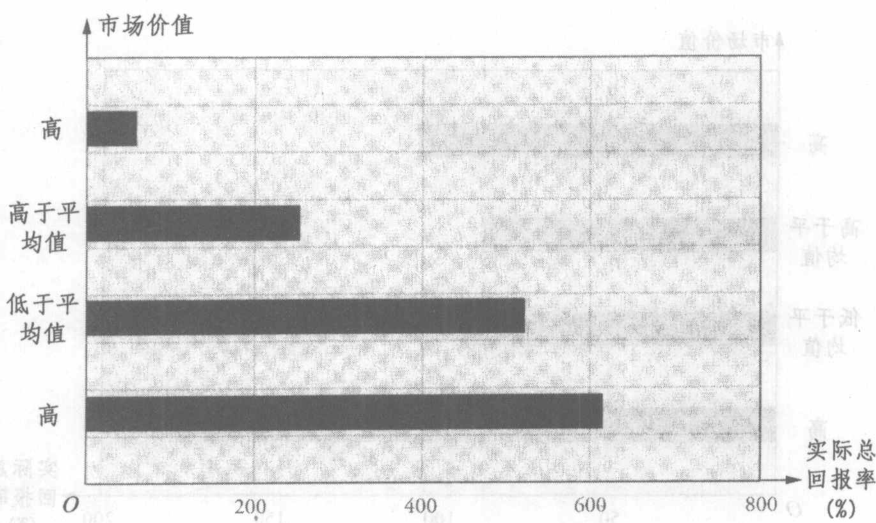
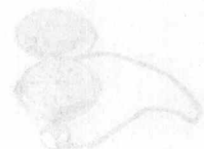


图 7－14　20 年后的市场价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值曲线，我们可以判断出购买时机的好坏。这四个价值测量方法既不是普罗米修斯，也不是泰瑞西斯，更不是超人的 X 光视线，但它却可能是我们把握市场投资时机的最有效工具。

第十五节　1977 年至 2001 年

在讨论 1977 年至 2001 年的情况时，我们在前面几个价值测量方法（价格、市盈率、股息收益率、托宾 Q 比率）的基础之上，再新增三个价值测量方法（证券收益与债券收益、市售率、股价与现金流比率），并用市账率替代早期使用的托宾 Q 比率。

图 7—15 告诉我们应该怎样利用这些方法进行投资。我们比较了过去的 25 年中，根据某一购买信号进行投资与不根据任何购买信号进行投资这两种情况。请本书读者注意如下这个问题：善于把握时机的投资者是如何单用这七个因素中的任何一个来确保平均收益达到 87%的？

在综合使用这些价值测量方法时，我们会发现，根据任何一个价值测量方法所得到的购买信号进行投资，其结果都是相同的（如图 7—16 所示）。而且显示的购买时机信号越多，投资者们就越兴奋。但有时例外，比如我们在七个指标都显示购买信号时才投资，可最后所得的回报却明显减少。这也不是什么神秘的事情，因为要使所有信号都显示为购买时机所需的条件是十分苛刻的，而且在等待的过程中往往会丢失很多购买机会，但是显示的购买信号很少时，你就不会遇到这些情况。

下面，我们根据把握市场时机的信号将所有月份分成四组：高、较高、较低、低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



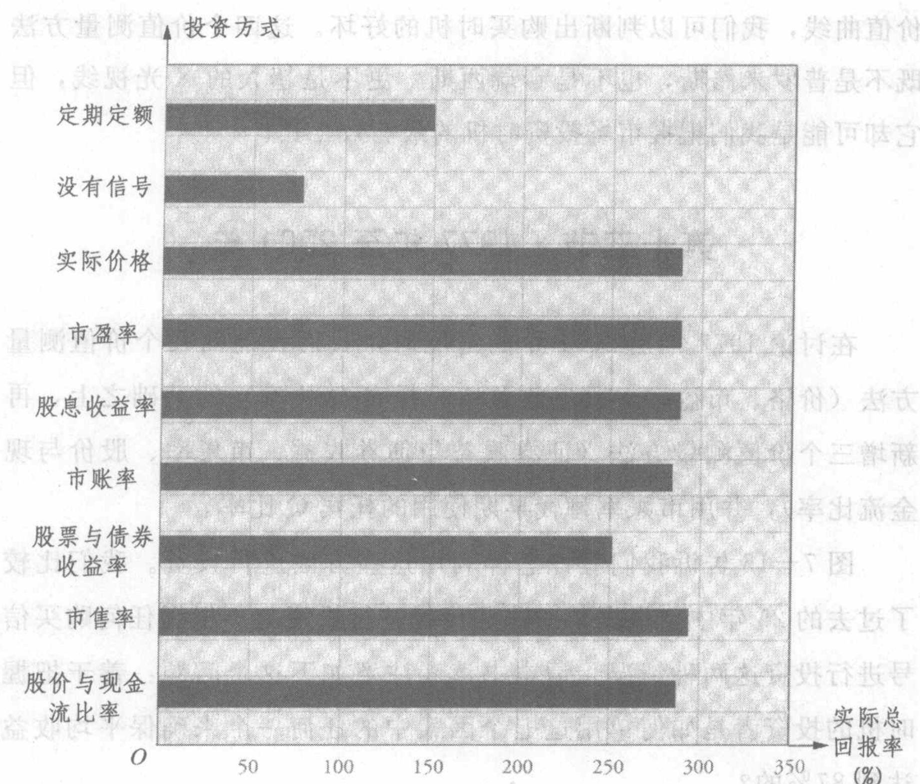


图 7－15　1977～2001 年，市场时机

• 采用先前对年份分类的方法对月份进行分类，并给每个月份打分（0 分～3 分）。

• 以定期定额的方式投资，并根据把握市场时机的信号对市场价格按“高”、“较高”、“较低”和“低”进行分类。

如图 7－17 所示，我们按照购入证券的美元价格进行平均计算，重新对这 25 年内的所有月份进行排列。

通过这样的整理，市场时机以更加清晰透明的方式呈现在我们眼前。虽然这种投资回报进程是缓慢的，不过它可以使我们避开那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

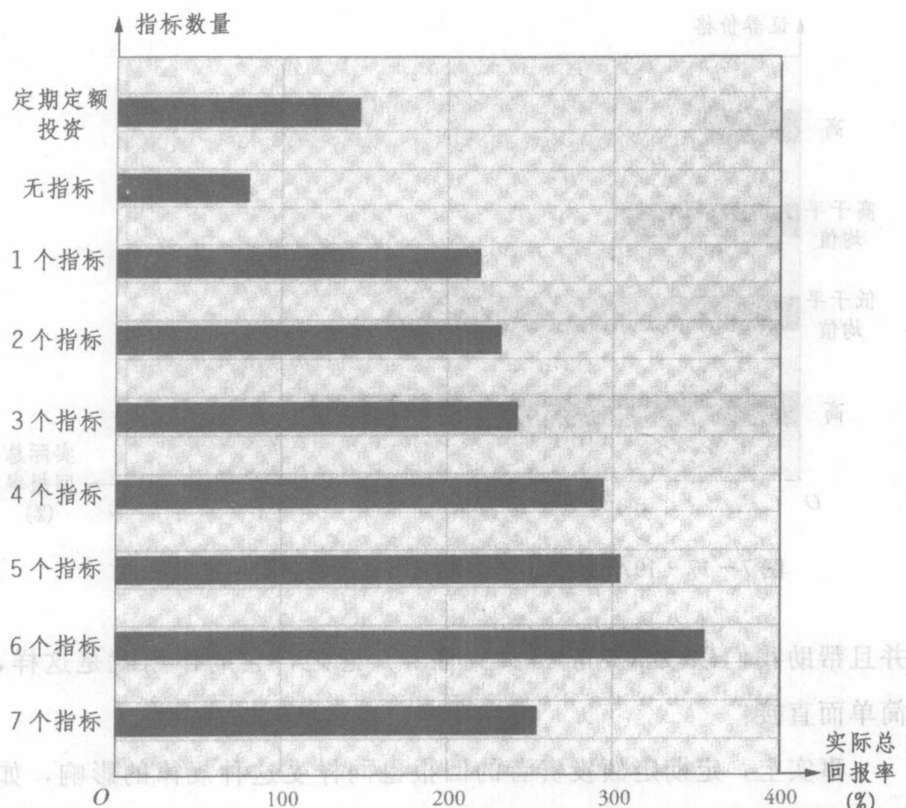
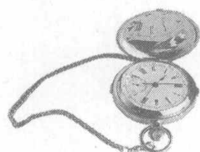


图 7－16 1977～2001 年，市场时机

些证券价值被高估的年份，并最终提高我们的实际总回报。在 20 世纪，善于把握时机的投资者取得了特别好的投资效果。成功的投资不是选择那些最热门的证券或者基金，也不是证券经纪人所推荐的或者经常出现在《金钱》（*Money*）杂志封面上的有价证券组合——这些建议在几个月以后就像“寒冷的冰块”一样销声匿迹了。把握市场时机的方法不是关于“黑盒子”物理定律的太空同步模拟研究，而是避免错误投资的方法（about avoiding crushing mistakes）。它能帮助我们避开那些不利于投资的年份，以节省我们无谓的投资；它也能提醒我们注意证券市场的投资时机，让我们避免陷入无底深渊，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



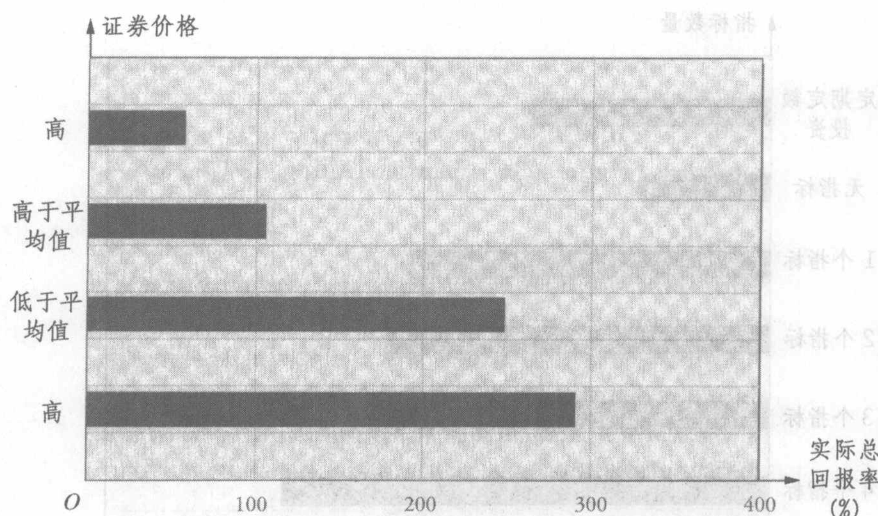


图 7－17　1977～2001 年，把握市场时机和定期定额投资

并且帮助我们以较低的价格买到证券。总之，它的作用就是这样，简单而直接！

事实上，定期定额投资者的回报也同样受这种规律的影响，如果机遇偏爱他，他就能正好在市值被低估时买进股票；然而，如果在市值被高估时买进股票，那他可能会落一个很惨的结局。定期定额投资者最后的收益是所有年份的平均值，但是善于把握时机的投资者不会这么做，对于他们来讲，在市场价格较高的年份投资是在浪费资金。

第十六节　对市场时机和市场风险的补充说明

标准差是对多种数据进行平均的一种方法，证券市场的风险通常可以用这个指数来衡量。标准差很容易得出，因此从事这方面研究的研究生经常写一些粗制滥造的文章，却无法提出任何新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理论。

Beta 是一种风险测量方法，在整体上与标准普尔指数的标准差有着密切联系。比如，标准普尔指数的标准差被定义为基准 Beta 标准差。此外，标准普尔指数与其他指数都应该有相同的 Beta 指数。

那么不同的阶段是否有相同的风险呢？答案是不能确定，因为我们正在衡量的不同阶段（例如，从 1902 年到 2001 年每 10 年时期中的一个特殊期间）间的标准差（也就是他们的“风险”）可能会有一些不同。

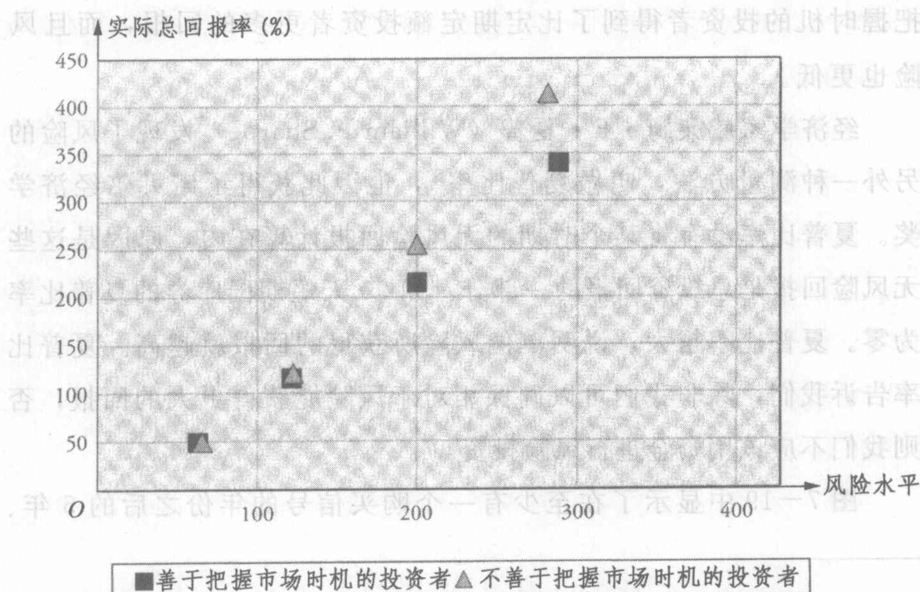
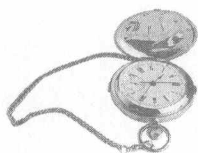


图 7—18 5 年、10 年、15 年、20 年以后的投资风险与投资回报比较

图 7—18 与前面的图表是不同的。在这个图中，左边的竖轴表示实际总回报，实际总回报趋势的上扬程度越大就说明投资表现越好；底部的横轴表示风险水平（也就是标准差），标准差向右边偏移得越多，就说明投资风险越大。我们可以从这个图中看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到，投资的风险和收益之间存在着密切的联系——投资回报越高，投资风险越大。不幸的是，只有回报没有风险的投资是不存在的，我们力所能及的，就是在投资风险与投资回报中寻求相对平衡。

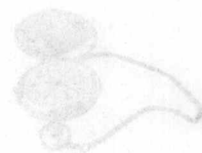
在该坐标系中，我们把两类投资者在5年、10年、15年和20年的投资数据进行了比较。对于这两者来讲，其第5年的投资数据几乎一样，都位于图的左下角；其第10年的投资结果也一样；然而到了第15年，结果就不同了，善于把握时机的投资者拥有更高的回报，不过风险也稍高一点；可在第20年时，善于把握时机的投资者得到了比定期定额投资者更多的回报，而且风险也更低。

经济学家威廉姆·F·夏普（William F. Sharpe）发现了风险的另外一种测量方法，叫做夏普比率①，他因此获得了诺贝尔经济学奖。夏普比率没有将某个时期的无风险回报计算在内，原因是这些无风险回报是总投资回报的一部分，如90天短期国库券的夏普比率为零。夏普比率越大，说明单位风险所获得的回报就越高。夏普比率告诉我们，除非我们可以确保相对于风险能获得更大的回报，否则我们不应该用资金进行风险投资。

图7—19中显示了在至少有一个购买信号的年份之后的5年、

① 夏普比率（Sharpe Ratio）：衡量一只基金或投资组合相对于风险的投资回报率。夏普比率的有趣之处在于简明地描述清楚了风险与回报之间的关系。夏普比率可以说明一项投资组合的投资回报究竟是因为管理者的英明决策还是因为承担了额外风险带来的额外回报。基本上，衡量一项好的投资结果的标准是在承担有限风险之下的高回报。如果夏普比率为正值，说明投资组合的回报率超过了基准指数（或无风险利率）的回报率；夏普比率越大，说明投资组合单位风险所获得的回报越高。夏普比率已经被广泛应用于衡量基金的业绩，投资者不能只关注基金净值增长的排名，还要同时留意夏普比率的高低，只有那些净值增长和夏普比率排名长期居前的基金才是有真功夫的基金。一般基金评级排名机构都会计算公布基金在各个时期的夏普比率。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10 年、15 年、20 年的夏普比率。根据夏普比率，第 5 年的风险规避优点并不明显。但是随着时间的流逝，善于把握时机的投资者绝对能做得更好，而且能最大化地规避风险。

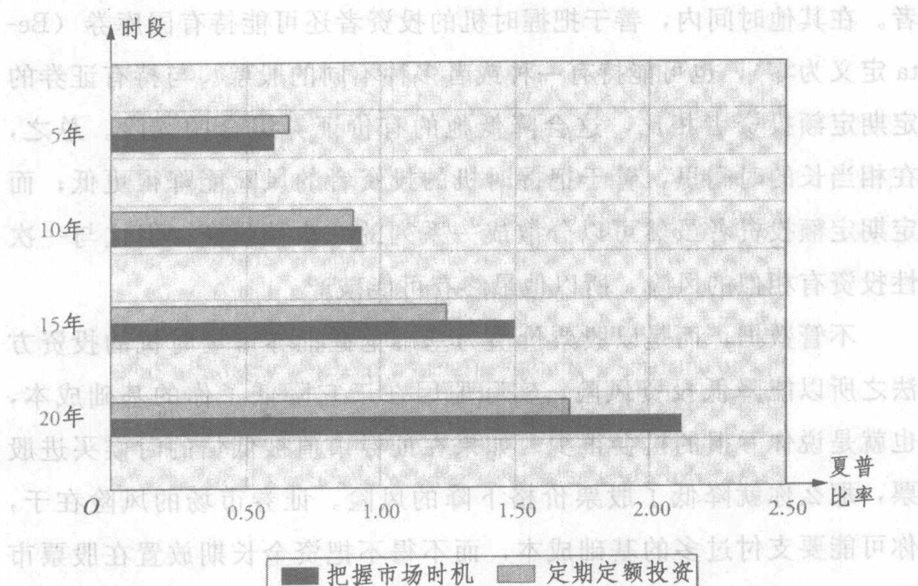
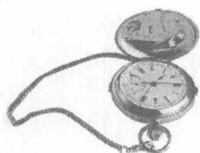


图 7－19　夏普比率

标准差是一种客观的测量方法。一个较大的标准差，代表大部分的数值和其平均值之间差异较大；一个较小的标准差，代表这些数值较接近于平均值。在这里，我们用来衡量实际回报与平均回报值的差距。标准差上升时，我们会获得超额的回报，这是令人欣喜的消息；而标准差的下降则预示着我们将失去资金，投资者将夜不能寐。善于把握时机的投资者和一般投资者的标准差不是对称的。当来自善于把握时机的投资者的回报标准差更多地表现为上升时，一般的投资者的回报标准差可能更多地正在下降。

定期定额投资基金者的情况更加复杂。如果善于把握时机的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

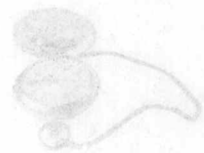


资者和定期定额投资者都以有价证券组合的形式投资标准普尔指数股票，那么，从定义来讲他们应该具有相同的 Beta。但是因为善于把握时机的投资者偶尔将他的投资资金加倍，所以在一些时间内，他可能在证券市场中拥有更多的资金，这一点不同于定期定额投资者。在其他时间内，善于把握时机的投资者还可能持有国库券（Beta 定义为零），也可能持有一种或者多种不同的股票。与持有证券的定期定额投资者相比，这会降低他的有价证券组合的风险。总之，在相当长的时间里，善于把握时机的投资者的风险能降得更低；而定期定额投资者虽然可以分散成一系列的一次性投资，但这与一次性投资有相似的风险，所以他最终有可能破产。

不管数据，而是以股票价值为基础把握证券市场时机的投资方法之所以能降低投资风险，实际原因在于它降低了你的基础成本，也就是说你亏损的机会很少。如果在证券市值被低估的时候买进股票，那么你就降低了股票价格下降的风险。证券市场的风险在于，你可能要支付过多的基础成本，而不得不把资金长期放置在股票市场中，比如 10 年或者 20 年。但是善于把握时机的投资者经常拥有一些没有风险的投资，从而分散了投资风险。总之，投资股票和投掷飞镖之间的不同点就在于对市场时机的把握。

接下来，我们将阐述一下如何把该理论运用于实践，如何把信息资源变成“军火弹药”，赢得投资战争的最终胜利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章

如何把握市场时机

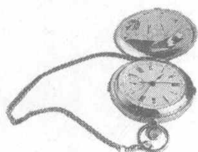
华尔街的证券经纪人是非常狡猾的，当你购买证券时，请不要轻易相信他们的话。

即使你今天早晨才开始进入投资市场，证券经纪人都会鼓动你从事长线投资。一旦你被他们说服了，你便相信你的投资一定会有回报，因为就像人们都知道的那样，从长期来讲，证券价格总是会上升的。但是，他们说服你进行长线投资，只是他们的一个销售策略。

长线投资者往往经历了最糟的个人、政治和经济危机，并在这个过程中生存了 20 年或者 30 年，可谓是久经沙场。他们不会主动变更投资方式。也就是说，如果你是一位长线投资者，那么你会在相当长的时间内持有证券——你看起来就像阿诺德·施瓦辛格(Arnold Schwarzenegger)一样（在动作电影的结尾：他衣衫褴褛，流着血，周身沾着泥巴，但仍然冲锋陷阵，脸上总是摆着一副希望赶快结束一切的表情）。我们希望，我们提供的投资策略，能使你更得心应手地处理你在证券市场中遇到的问题。如果你在证券市场中已经摸爬滚打了 20 年或者 30 年，那么你现在更是应该充满了勇气。

沃伦·巴菲特是一位长线投资者，但是他比任何人都更在乎资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金，哪怕是一枚五美分的硬币。金融服务业迎合了大多数所谓“长线投资者”的需求，他们会建议投资者持有股票两到三年。但是长线投资者不应该毫无根据地以任意价格去购买股票。如果你滥用资金，“市场先生”就会狠狠地给你上一课，让你觉得你自己就像一个木偶，为了摆脱金融困境而焦急地等待着市场发出的有利信号。

“长线投资”只是证券机构向你宣传的一个口号——无论市场如何你都不要在明天卖出股票，它和以价格为基础把握市场时机的理论是不相称的。在金融证券市场，“长线投资”常被错误地认为“忽略价格标签”。这种事情经常发生，比如我们常常因为不知道如何对证券进行估价而舍弃了价格因素。此外，我们还经常会陷入这样一个矛盾之中：证券机构总是告诫我们应该投资证券，但我们却不知道证券的真正价值，而且即使我们掌握了每一只股票的价格，却仍然摸不清其真正价值。

也许人们已经看惯了屏幕上不断刷新的数字，渐渐地对股市行情指示器上的价格失去了兴趣。因此，主要信息的细微变动已经成为了“解构主义①”。比如华尔街招收的一批证券经纪人，他们通过使用科特龙（Quotron）证券行情报价机来判断证券的价值，而不是去寻找证券的实际价值。

涅迟（Nietzsche）称自己为“带有调音叉子的”哲学家，因为他会测试每一件事情的所有可能性。我们也要成为“带有调音叉子的”投资者，去测试每一种音符，以确保音质的合理性。而我们的

① 解构主义（deconstructionism）：是后现代主义的思维形态，而后现代主义则是解构主义以及后结构主义的场量形态；它既是后现代主义批评家的一种方法论，又是后现代主义艺术家的一种美学意识和上手状态，而且还是一种建构方法。解构主义的始作俑者是德里达，他认为必须以书写语言学（Gramatology）来替代逻各斯语言中心论思想；而且他也反对西方认为音符超过字符的传统，认为书写语言是独立于声音语言系统的另一种符号学。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"调音叉子"就是前面章节中已经描述过的基础价值衡量方法。

把握市场时机的前提是保守投资。这意味着，这种投资技巧要与你的整体计划和目标相适应，你应该综合考虑你的总资产、负债、年龄、责任和义务、实际拥有的现金流以及生活水平等其他因素。如果你没有健康保险，每月收入为500美元，并依靠可透支2万美元的信用卡来保证日常生活，那么这些把握市场时机的方法对你来说是没有意义的。

我们向你推荐如下投资指南：

1. 低价购买

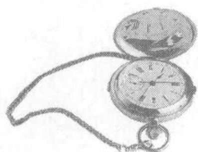
购买证券的时机应当在至少有一个信号显示证券市值被相对低估的时候。当然，如果有多个信号显示购买时机，就再好不过了。如果你在购买前考虑了把握市场时机的信号（其衡量方法是真实的、可测量的），那么你也许可以在最好的15年中买进证券，同时还可以回避那些投资环境最差的年份。

2. 高价销售

20世纪初的标准普尔指数为7，而20世纪末的标准普尔指数为1148。从这个角度来看，任何销售都可能是错误的。这是因为，如果一个人可以等待更长的时间，那么标准普尔指数可能会比现在更高。

当股评专家认为证券价格已经到了高点的时候，大多数人都会制定自己的投资计划。如果此时我们必须卖出证券，那么，我们应该使用基础价值衡量方法进行估价，从而达到以高价销售股票而不是以低价购买股票的目标。如此一来，你在10年或者20年后反观现在，你会发现你此刻的决策是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 多样化投资

当金融媒体不停地对证券和最近热门的开放式基金大造声势的时候，保守的投资者应该保持多样性投资——在资产类型之间或者资产内部进行投资。这意味着你要拥有现金、债券、房地产和证券。

(1) 现金

这里的现金是指在你的普通账户和储蓄账户中随时可以获得的资金以及短期保证金凭证、短期国库券或者资金市场账户。通常来讲，现金的支付利息率较低，几乎跟不上通货膨胀的步伐，因此它遭到了某些人的轻视。尽管如此，我们仍然认为现金是一件美好的事物。当证券市场价格下降20%、30%或者40%时，现金"看起来"却仍然保持着越来越好的趋势，甚至当其他资产的价值正在下降时，它也不会贬值。因此，现金是一件好东西，持有现金本身就是一种储蓄方式。股票市场的百万富翁可以在几天内变得一无所有，你最好不要像他们一样。

不幸的是，我们进行了错误的操作，而最差的结果就是我们的资金几乎得不到任何利息。因此，我们应该寻找一种能够得到更高利息、且不带有促销诡计的现金储备方法。《巴伦周刊》和《华尔街报》每个星期都会刊登资金市场的最高收益表，你还可以在网站www.ibcdata.com和其他地方找到一些相关数据。

另外，我们认为你应该持有大量的现金以满足日常消费。你的账户中应该存有六个月的紧急情况备用金，这样你就可以处理一些无法预见的情况。虽然你可能很想持有更多的现金，但总的来说，持有资产的10%是现金不是什么坏事，而且《投资者商业日报》(*Investor's Business Daily*)也这么认为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



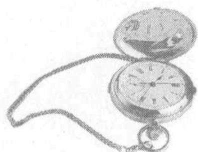
(2) 房地产

对于大多数美国人来说，房子是最重要的资产。而一些金融顾问会建议你将自己的个人住房抵押，这是错误的。在加利福尼亚，很多富人在20世纪90年代拥有大量的有价证券组合，但是现在他们已经不再那么富裕了，反倒是那些拥有房屋的人现在非常富裕。虽然，这种现状仍然可能会改变，但是就目前来说，他们的生活的确很富足。

有很多关于房地产投资的负面说法，比如：它们是非流动性的单一资产；它们的购买价格和销售成本很高；持有的代价也非常昂贵——贬值速度可能会很快。其实，有很多关于房地产投资的积极看法，我们甚至应该为它们大唱赞歌，现在让我们从这些负面说法中摆脱出来。它为我们人生中的艰难岁月遮风挡雨，而且在保持内心安宁和充当庇护所的角色上，房子具有深远的巨大价值。另外，房产能在一个较长的时间内保持价值，并且其价值提升速度能与通货膨胀保持一致。

如果以上这些还不够让你相信房产的价值，那么我们再加上这点理由：从缴税方面考虑，你应该拥有自己的房产。如果你想抵押房产，那么政府会向你收取大量的税金。其实，你完全可以少缴这些税金。方法就是，通过借钱来购买房子。这样，当你卖房时，你就不必为第一个100万美元的收益而支付任何财产收益税了。当然，前提是这套房子得是你的第一个居所，而且你已经在那里居住了两年以上。但是，如果你达不到上面的条件，那么你也获得了一所免费居住的房子，而租赁一所这样的房子每年需花费25万美元。如果不计收入税的话，你本来可以将这些租赁费统统放进自己的口袋里。鉴于以上这些原因，我们要珍视房子的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你应该拥有自己的个人居所，而房地产投资信托基金（REITs）[1]是一个不错的投资方式。首先，它能将平时的小资金汇聚成大资金。它的另一个优势是，在避税账户中拥有房产不需另外缴纳税收。

就像证券一样，房产也具有市盈率。不过，这里的收入是指房子（维修以后）的租赁收益。如果你的房子价值 24 万美元，而除了日常花费以外每月租赁收益是 1 000 美元，那么房产的市盈率就是 20（24 万美元/1.2 万美元）。你可以使用该市盈率作为判断身边房屋价值的晴雨表。需要注意的是，我们不推荐你在房地产市场泡沫时购买房产。

房价会上下波动，但房产与股票不同，它不是一些没有用的纸，可以供人居住这一点就说明了很多问题。

第一节　债券

根据不同的投资期和总体信贷质量，我们可以把债券分为不同的种类。长期债券的息票利率通常比短期债券的高，而信用度低的公司必须支付更高的息票利率来吸引投资者购买债券，其息票利率甚至比联邦政府代理的债券还要高。

相关研究显示，由于通货膨胀带来的负面影响（这些负面影响被称为利息率风险），持有长期债券的收益很少。研究还显示了，除了高收益债券（所谓的垃圾债券）的高违约率外，持有者并没有得

① 房地产投资信托基金（REITs）：最早的定义为“有多个受托人作为管理者，并持有可转换的收益股份所组成的非公司组织”。由此将 REITs 明确界定为专门持有房地产、抵押贷款相关资产或同时持有两种资产的封闭型投资基金。此后，伴随着税法的衍变，REITs 在美国经历了数次重大的调整，同时 REITs 在各国推广的过程中也存在许多差异，但都没有改变 REITs 作为房地产投资基金中一种形式的本质。不过 REITs 与一般的房地产投资基金有显著区别：REITs 通常可以获得一定的税收优惠，但需要满足一定的设立条件等。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到特别的额外补偿。

如果你拥有5 000万美元的投资资金，你可能会考虑购买个人债券。在大多数的情况下，你会选择那些投资风险小、花费低、回报高的短期债券互惠基金[①]。而政府证券不同，你可以在网站www.publicdebt.treas.gov/sec/sectrdir.htm上直接购买，而且不需支付任何交易成本。任职于《达拉斯朝日新闻》（*Dallas Morning News*）的斯科特·伯恩（Scott Burns）是一位敏锐的专栏作家，他在2002年12月17日的专栏中指出，一个普通的5年国库券在大约87％的时间内的表现要好于政府债券基金。

市政债券是指必须在需要缴税的账户中持有的债券，而且工资至少是在最低收入税以上的投资者才可以持有。市政建设需要资金，不过地方政府部门发行债券的收益不需缴纳联邦税收，但是通常需要缴纳州税收。总的来说，市政债券可获得约5％的收益，而公司债券可获得约7％的收益。

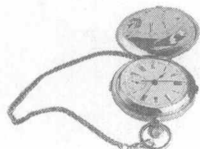
我们来了解一下美国政府发行的美国国库抗通膨债券(TIPS)[②]。从历史上来看，债券投资者的最大风险就是通货膨胀，它损害了债券的主要价值和利息。可是与其他长期债券不同，根据消费者物价指数（Consumer Price Index）来调整最终回报，美国国

---

① 互惠基金：是指专业投资公司为投资者管理及出售的多元化的证券及股票投资组合。互惠基金就是将众多投资者的余额集中在一起，等于众多投资者共同聘请一个基金公司的专业投资经理，利用其专业的知识，分散投资在各种不同的投资类别上，使这一小额投资亦能在互惠基金下享受低风险及较高的回报机会。——编者注

② 国库抗通膨债券（Treasury Inflation-Protected Securities，TIPS）：是美国财政部发行的国债，属于国库债券的一种，每年分发利息两次，年期十年，其本金及票息利率均依据消费者物价指数（CPI）确定的通膨率进行调整。与一般标准国债一样，抗通膨债券票息发行时也是采用固定形式。不过，与标准国债不同的是，抗通膨债券的本金额度每年都要根据通膨率进行二次调整，若通膨率上升，投资者获得的票息将随之上涨，因为确定票息的本金额度已经增长。当这些债券到期后，投资者将获得最初的投资本金和根据债券发行期间通膨率变化差额的补偿。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



库抗通膨债券可以避免这种风险。目前只有少量公司在债券基金中提供这项服务，比如Vanguard、Fidelity和Pimco，但以后提供这项服务的公司将会越来越多。

伊恩·弗莱明（Ian Fleming）是“007”的缔造者，共出版了14部邦德系列小说。他没有将代号“007”命名为“詹姆斯债券”是有原因的。而我们之所以喜欢有价证券组合中的债券，是因为它能像发条装置一样给我们源源不断地带来现金。

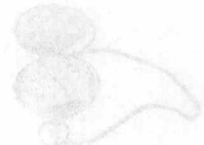
债券在投资者的有价证券投资组合中应该占多少比例呢？对于长期投资者，年金基金的典型分配是60%证券和40%债券。与你年龄相等的平均百分比也是一个不错的分配比例，比如说，如果你是25岁，那么在有价证券组合中你可以持有25%的债券；如果你是50岁，那么在有价证券组合中你可以持有50%的债券。如果你非常强壮健康，那么你可以持有少许的债券。本杰明·格拉汉姆持有另外一种观点，他认为50%证券和50%债券的分配方法是最合适的，因为这个比例可以使投资者更容易地根据市场情况调整资金的分配率。比如，当证券市场被合理估价或高估时，格拉汉姆的方法会令你更轻松地将资金转移到债券市场上；而当证券市场被低估时，你就可以将资金转移到证券市场。因此，请你保持有价证券组合中债券和证券五五开这个保守的分配比例。

如果你要在需要缴税的账户中买入债券基金，那么你一定要在缴税之后再购买，或者你要找到能使资金回到你手中的其他投资方式（这点对于投资证券基金来讲是相同的，特别是在接近年底的时候）。

第二节　股票

股票有时能给人带来惊喜，但有时又像一条隐藏着危机的毒蛇。当它表现好的时候，你就幸运了，它会让你有价证券组合的回报急

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



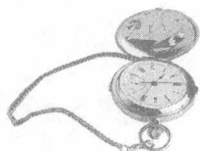
剧上涨。要是碰到这种情况，你必须耐心谨慎地观察市场行情，防止它出现颓势。我们不推荐你购买个人证券，除非你非常关注五十几个公司的有价证券组合，并同时愿意承担非系统风险[①]——它与个人证券的价格变动有关，其风险度要高于总体证券市场的风险。你把手伸进一个装有 100 块黑色石头和 100 块白色石头的袋子里，并拿出了 5 块石头。那么也许这 5 块石头中有四块是白石头，而另外一块是黑石头。但是你能保证下次也可以拿出相同颜色的石头吗？不能！在实际投资中，样本往往会给你提供一个歪曲的事实。你可能是幸的，也可能是不幸的。但如果你猜错了，那么没有人会为你的错误埋单。因此，最好的应对措施是持有整袋的石头。标准普尔指数包括美国 500 家最大的资产化证券公司，这是一个不断刷新的数据，新的公司正在不断地排挤落后的竞争者以争取进入这个圈子。

如果你决定选择几种证券进行投资，那么你不可能算出比标准普尔指数更好的数据。相关研究已一再显示，大多数在社会上表现积极的公司，其价值都要低于市场平均值。我们在广播（CNBC）中听到或者在《华尔街日报》中看到的那些穿着昂贵的西装、留着奇怪的发型、看似非常聪明的人们几乎把他们所有的时间用在了研究和获取信息上。可他们不一定都能赚到钱，这是因为，与股票有关的每个因素都与其价格有关，所以股票的选择不会提升它的价值。事实上，反倒有可能减少它的价值。同时，贸易、税收、买卖差价（bid-ask speads）和管理费用等都会降低你所持有的股票价值。

管理者的无能不断地降低着标准普尔指数的可信度，但事实上，

① 非系统风险（Unsystematic Risk）：指一家公司的个别风险，该风险可用分散投资的方式来规避，亦称为可保险之风险（Insurable Risk）。对股票投资者而言，对诸如公司产品、罢工、财务状况、营运管理等独特的风险，可用分散投资的方式来分散。反之，如天灾、战争、经济不景气等称为系统风险（Systematic Risk），则无法以分散投资的方式来规避。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这对于普通投资者来说，却是一件好事。这意味着专家们正在不断地发挥他们的特长重新给市场定价，并让我们搭便车，可以参照他们得出的数据和结论。如果你想要知道你所持有的每一只股票的真实价值，那么可以想象一下，这将是一项需要花费多大工作量的工程。聪明的投资者往往善于利用别人的劳动成果，正如本杰明·弗兰克林（Benjamin Franklin）所说的一样，“傻瓜组织宴会，聪明的人去吃”。在任何领域中，无论是象棋或者网球，没有业余爱好者可以打败专业人士。你可以在周六早晨享受射击运动的乐趣。但是，即使你非常擅长这项运动，可如果和沙克（Shaq）、科伯（Kobe）同场竞技，那么他们将肃清角斗场，你很快就会败下阵了。你可能在高尔夫球场上非常活跃，也常常能赢你的朋友，但是如果和老虎伍兹（Tiger Woods）一起比赛，那么你将必输无疑。而当你购买标准普尔指数股票时，你不仅可以与沙克、科伯一起公平竞争，而且在大多数时间里你还能击败他们。但是这里有一个问题，投资证券是否真的可以作为一种职业？这是另外一个话题，不在本书讨论之列。

如果我们不考虑自己的生活水平而把大笔的钱用于风险投资，那么我们是主动选择股票还是不考虑市场因素随意投资呢？这是一个存有很大争议的问题，对它感兴趣的读者可以阅读伯顿·马尔科尔（Burton Malkiel）的经典著作《偶然走下华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*）。尽管如此，在我看来，掌握把握时机不失为一个好的投资方法，能给我们带来激动人心的回报。

本书的研究对象是标准普尔指数，而当你购买标准普尔指数股票时，你会得出和我一样的结论。在过去（包括 1926 年以前的时期），当人们还不知道计算标准普尔指数时，科维尔（Cowles）是较早从事相关学术研究的人。

老实说，我们在把握购买时机或者在个人证券的投资方面缺乏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经验。如果你坚持随意投资，那么请你合上这本书。我向你道别，并祝你好运，因为这不是我们要讨论的问题。我们的研究目的是增强那些抗风险能力小、保守的投资者们的投资信心。

现在，几乎每一个公司都有标准普尔指数基金。最先出现的是先锋（Vanguard）标准普尔指数基金（股市行情指示器：VFINX），接下来出现的是富达（Fidelity）（FSMKX）基金、红利成长基金（T. Rowe Price）（PREIX）和嘉信（Schwab）（SWPIX）基金等。它们的价格有时较高，如果你拥有一个经纪人业务的账户，那么你可以购买标准普尔指数的存托凭证（Depositary Receipts）[①]，“蜘蛛（Spiders）”（股市行情指示器：SPY）或者 iShares（IVV）等其他股票。

你需要在 500 指数这样的互惠基金和 Spider 这样的信托股份之间做出选择。由于在购买互惠基金时不需支付手续费，所以对于普通投资者来说，它是一种理想的投资渠道。可是，它的兑换手续非常麻烦，只能在一天结束的时候以净价值进行买卖操作。但是，无论市场何时开放，“蜘蛛”股票或者 iShares 股票都可以随时进行买卖操作，且无须支付任何手续费。

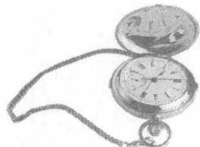
最近，股票价格总体下滑，许多基金（特别是那些新基金）承担了资产收益负债的结果。也就是说，积累的用于未来发展的资产收益在若干年后将抵消基金的账面损失。

我们并不狭隘地认为标准普尔指数股票是唯一的投资选择。你

---

① 存托凭证：面向美国投资者发行并在美国证券市场交易的存托凭证。存托凭证解决了美国与国外证券交易制度、惯例、语言、外汇管理等不尽相同所造成的交易困难，是外国公司在美国市场上筹资的重要金融工具。同时也是美国投资者最广泛接受的外国证券形式。美国法律为了保护国内投资者的利益，规定法人机构以及私人企业的退休基金（其资金仍来源于老百姓）不能投资美国以外的公司股票，但对于外国企业在美国发行的 DR 则视同美国的证券，可以投资。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还可以把资金投入到外国证券基金中，也可以用一部分资金购买小额资本化证券基金。投资这些基金会改变你的有价证券回报，而且其获取途径也越来越多样化。此外，标准普尔指数基金也是当前一种大额度的资本化增长基金。当然，投资者还希望权衡国内基金和国外基金，以找到具有较低股价与市账率的有价证券组合，比如证券市场中的钻石信托（Diamonds Trust）就颇受人们的欢迎——这里的“钻石”不是女孩子喜欢的那种闪亮夺目的东西，而是指投资信托（股市行情指示器：DIA）。钻石信托追踪了道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average，DJIA）[①] 的轨迹，并和标准普尔指数联系在一起。

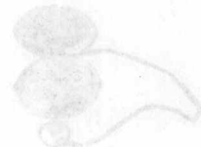
如果你打算在五年内购买房子，或者在 10 年内进行教育储备，那么在你的有价证券组合中，证券应该占到多大比例，起到多大作用？我们无法定量回答这个问题，因为证券市场瞬息万变，有时我们甚至会寝食难安。

有价证券组合带来的回报是非常奇妙的。比如在 19 世纪，人们就领略了生存误差（survivorship bias）所带来的巨大损失。这也就是说，仅仅根据世纪末证券市场的数据来判定未来证券市场的发展趋势是远远不够的，即我们不能以股票的某一时段的历史数据作为未来投资的保障，因为这没有考虑到运河证券、采矿证券、小城银行证券等不计其数的证券在开市后不久就倒闭的原因。

如果你在 1901 年购买了证券，那么 20 年后你仍然会保持赤字；如果你在 1906 年购买证券，那么到 1921 年，你的资金将会减少 16%——即使你经历了通货膨胀，并投入了所有的股息；如果你在

① 道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average，DJIA，简称道琼斯指数）：是由《华尔街日报》和道琼斯公司创建者查尔斯·道创造的几种股票市场指数之一，是道琼斯指数四组中的第一组。他把这个指数作为测量美国股票市场上工业构成的发展。它是最悠久的美国市场指数之一。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

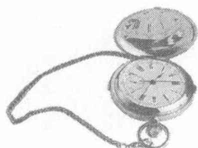


1928 年的年底购买了证券，那么即使你经历了 1942 年的通货膨胀调整期，并将所有的股息进行了再投资，你的资金仍然会减少 19%（以上数据没有考虑需支付的赋税）；如果你在 1972 年购买证券，那么到 1984 年，其价值会减少 1%（如果考虑税收的话，仍然是亏损的）。以上这些数据是以美国股票市场作为基准市场来考虑的，就像在 20 世纪 50 年代，我们将纽约洋基土著居民作为棒球运动的选择标准一样。但是参照原始数据，我们的证券市场可能会像世界上的其他国家那样存在很多机会。在《乐观主义者的凯旋》（*Triumph of the Optimists*）中，迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）和斯坦顿（Staunton）发表了他们对全球 101 年投资的研究成果。他们发现，在 40 年或者 50 年的持有期间内，无风险短期国库券收益率的预测会干扰证券市场，这种可能性大约在 17%至 23%之间。如果你没有考虑到这一点，那么你或许对证券市场的认识还不够深刻。

有人说，将 100 美元变成 110 美元是一个奇迹，而将 1 亿美元变成 1.1 亿美元却是一件非常容易的事。持有这种论点的人多半是是那些渴求巨额回报，却不愿意承担投资风险的人。实际上，那些亿万富翁、拥有养老保险基金的人和基金会不会涉足股市，他们会在数十年中把钱存进银行，享受额外的回报。投资股票能带来超额回报的年代已经离我们远去。到 2011 年，你持有的证券仍能保持 2000 年的价值吗？一般来说，股票每年的平均回报率仅为 6.7%（这个数据不是指从 2000 年的高点处开始投资）。但是，毫无疑问，物价的上涨率会超过股票投资的回报率，在 10 年后，股票投资的回报率可能刚刚和物价的上涨率持平。当然，为了保持 6.7%的年均回报率，你还得在现金、债券或者房地产等方面的投资中做得很好。

虽然我们鼓励多样化投资，但除非你是一个全职交易人，否则我们不建议你在橙汁期货（orange juice futures）等这类日用品上投资，也不建议你在 Fender Stratocasters 葡萄园等收藏品上投资——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其价格容易受到人们喜好度的影响。

如果你实现了投资的多样化和丰富性，那你每年的总回报将不再遵循标准普尔指数或者其他指数的轨迹。当纳斯达克指数到5 000点时，你持有的证券不会这样表现；当纳斯达克指数跌至200点时，你持有的证券也不会这样表现。你每年的回报将遵循你的有价证券组合的轨迹。如此一来，既然你已经确定了你将遵循的轨迹，那么也就没有什么东西让你烦恼的了。

如果你的有价证券组合跌价了，那你的房产价值将会怎么样呢？这是我们下面将要讨论的问题。

第三节 资产分配

资金管理者不像世人瞩目的四分卫[①]，而像不引人注目的防守前锋。而所谓资产分配，就是指资金管理者必须决定四类资产的资金分配比率，以及如何分配新的资金。

很多人对有价证券组合进行了研究。1990 年，哈里·马科维奇(Harry Markowitz）提出了有价证券组合的观点，他也因此获得了诺贝尔经济学奖。有价证券组合的观点阐述了如何通过有价证券的组合来降低投资风险。证券公司都拥有这种不对外公布的投资知识，并把它们作为其投资的“秘密武器”。他们将平均值变动优化到程序中，因而他们能够自信地建议我们应该怎样分配资金，甚至精确到小数点。

这种资产分配方法有一个问题，就是人们据以分析的所需数据

① 四分卫：是橄榄球中的位置，好像篮球中的组织后卫，要有很好的观察比赛的能力和传球能力。一般情况下，四分卫列队于中锋的后方，距离攻击线1码半左右。他是球队进攻的大脑，整个攻击体系的中心，所有进攻战术均通过他传达到场上。同时他们也是传球进攻的发起者，精准的长传会瞬间改变比赛进程。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是未知的。没有人知道股票、债券或者任何资产的未来数据；也没有人知道这些数据的未来变化情况及其相互关系。这意味着有价证券组合的分配数据是偏离实际的，不能做到非常精确，而只是对未来形势的简单预测。像威廉姆·J·伯恩斯坦（William J. Bernstein）所指出的那样，在1977年到1996年间，最佳资产组合是美国小型公司基金（U. S. Small Cap）、日本基金以及金属证券（Precious Metal stocks）的组合。这种投资组合以每年3%的增长率击败了标准普尔指数，给人们留下了深刻的印象。但是，这对于我们今天的投资是不是有借鉴意义呢？结论是，没有。

但是，如果不能通过历史数据来预测未来的回报，那么我们应该怎么把握市场时机呢？如果真的知道了最佳资产分配方式，那么我们也就不需要对资产进行分配了，而只需根据回报最丰厚的投资方式按部就班，投入全部资金，而不用承担任何风险。

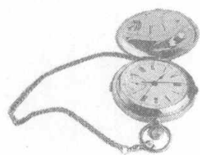
另外一种投资方式是把资金投入到国外市场。但是有多少投资顾问会推荐我们把资产的50%以上投放到国外证券和债券中呢？或者把我们资产的20%投资到日本市场呢？即使那些善于把握时机的投资者也不一定会有这样的投资想法。

正如金融专业人士所指出的那样，资产分配是没有固定比率的。这不是一个谎言！价格、市盈率、股息收益率、市账率、市售率、价格与现金流比率以及债券收益，所有这些都是我们进行投资的依据，但是我们并不能得到所有年份的这些数据。

第四节 有价证券组合平衡

根据毕达哥拉斯（Pythagorean）的分配原则，如果没有完美的资产分配，那么很难赢得有价证券组合的高额回报。金融投资者们不愿意承认把握市场时机的意义，而是一味地建议客户每年重新平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



均分配他们在证券和债券方面的资金，为他们有价证券组合的资产分配寻找新的平衡点。重新平衡是指卖掉我们已经获利的证券或债券以购买没有获利或获利较小的证券或债券。但是，除了把握市场时机以外，我们怎么进行重新平衡资产呢？

问题在于这些短期平衡措施可能只是基于短期市场上的猜想，并不能作为平衡资产分配的依据。它把一组任意的短期数值，例如某年收益的平均值，作为评判标准。比如在2001年，证券价值减少了12%，而债券价值增长了8%，这是否意味着你应该卖掉债券来购买股票而使资金分配达到平衡呢？是的，你的金融委托人会建议你这么做，并向你保证这样做会增加你的收益。这真是一个不好的主意。事实上，在2001年年底，标准普尔指数股票的市盈率超过了40%，而股票价格却仍然被高估着。

你看，平衡资产的分配方法反倒恶化了投资形势。

想象一下，在1901年，有两个人分别在股市中投入了500美元，并各自购买了500美元的债券。第一个人不对他的资金进行重新分配，而另一个人则在每年底孜孜不倦地重新平衡他的股票和债券账户。他会卖掉资金较多的那个账户，而把资金投入到资金较低的那个账户里。比如说吧，如果他的股票价值为600美元，债券价值为400美元，那么他就会抛售价值为100美元的股票并购进100美元的债券，以至两个账户的价值都处于500美元的水平。在对他们的各自收益开始分析比较之前，我们要声明一点，即我们暂时不考虑这二人需要支付的资产收益税。

100年以后，即到了2001年年底，第一个人可能已经拥有了24.372 7万美元的总资产，而不断重新平衡账户的那名投资者却仅拥有8.300 1万美元——甚至要少于他在该过程中需要支付的总税金。

是什么原因导致了这种巨大的差异呢？正如我们一直提到的那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，20 世纪的确是股票投资的好时期，但是对于债券来说却不是（这是因为通货膨胀是债券的死对头）。在第一位投资者的 24.372 7 万美元的总回报中，有 24.135 4 万美元的收益来自于股票，而他的 500 美元债券却只增值了 2373 美元。要是他卖掉股票，而把资金投入到债券中，那么你能想象得到其长期投资的总回报将是多么低。

因此，我们可以得出这样的结论：重新平衡账户的投资者的有价证券组合的资产分配在最后阶段仍然会处于五五开的水平，即跟开始的时候一样，但这并没有使他的总回报高于不重新平衡账户的投资者。而对于不重新平衡账户的投资者，他的股票与债券比率从 1902 年的五五开变为 2002 年的 99 比 1——虽然在某些人看来，这是一个极其不正常的分配比率。

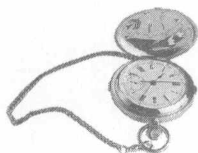
不同的资产分配比率会导致不同的回报，那我们应该做什么呢？如果我们的持有量非常悬殊，我们还应该对它们进行重新分配吗？如果我们要重新分配资产，那么依据的理由又是什么呢？答案是：证券市场估价。

如果有必要的话，你可以根据以下方式重新分配你的有价证券组合：当证券市值被低估的时候买进股票，而当股票价值被高估的时候则通过销售股票来买进更多的债券。

请再考虑一下 20 世纪这两位持有有价证券组合的投资者的新情况吧。他们两个人在 1901 年开始各自将 500 美元投入到标准普尔指数股票中，并同时分别购入 500 美元的 10 年国库债券。如果情况需要，这两位投资者都将谨慎地调整他们的股票与债券分配比率，但是调整幅度都很小，大约在 5%的范围。其中那位善于把握市场时机的投资者将根据市场信号进行相关操纵，即在股票价格被高估时卖出股票，反之则买进股票。

在五五开的股票与债券比率有不同程度的偏离的情况下，两位投资者经过 100 年的投资后的投资回报如图 8—1 所示。从图可以看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出，偏移五五开这个比率的程度越大，投资回报就越多。我们所做的比率调整都是为了获得更多的投资回报，是自发调整，而不是强制性调整。这种自由度让善于把握时机的投资者有更多选择买卖时机的权利。平均来说，到20世纪末，股票与债券比率的偏移度将达到最大值，善于把握市场时机的投资者的资产会比不把握市场时机的投资者多出55%。

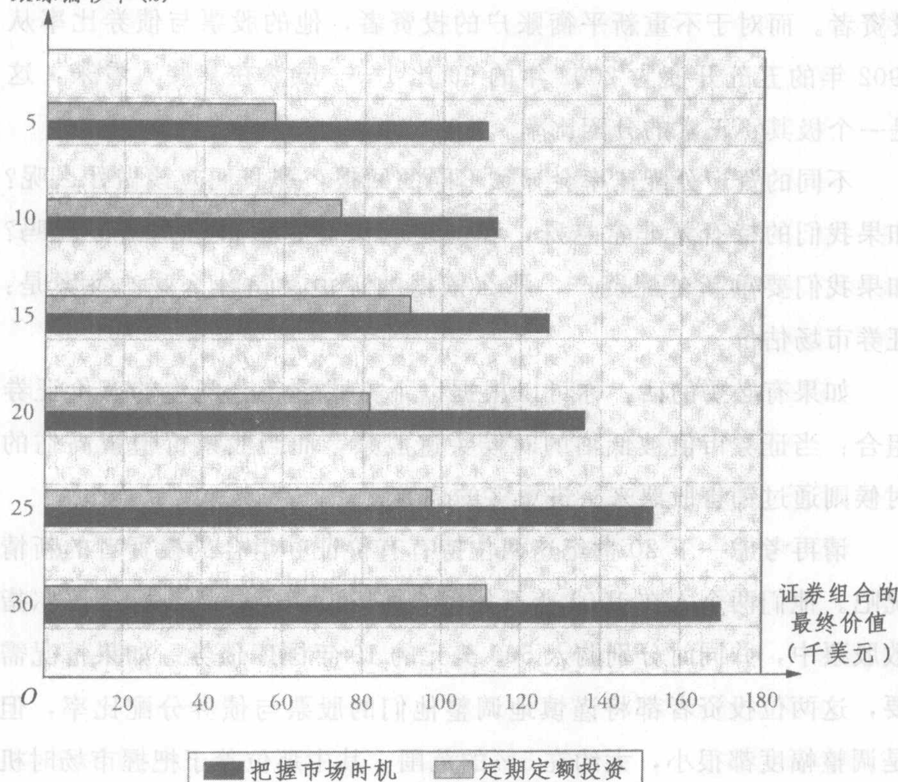


图8－1 1902～2001年，投资最终价值的比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节　把握市场时机的代价

当证券市场价格上扬时，如果善于把握时机的投资者卖出股票并退出证券市场，他要付出什么代价呢？

每隔几个月，《星期日增刊》上就会刊出一篇带有警示作用的文章。文中说，如果你错过了从1963年到1993年中90个最适合投资的日子，那么你的投资回报可能会从每年的11.8%降到不足3.3%。这其中的意思非常清楚：你在不适当的时候进行投资会让你的投资回报大幅度降低。

但这些文章不曾提到的是，如果你在市场中相同的时期内规避了90个最不适合投资的日子，那么你的投资回报将如发射的火箭般从11.8%上蹿至23.6%。但是，在证券市场中，市场价格较低时，就不会出现90个最适合投资的日子吗？同样地，市场价格较高时，就不会出现90个最不适合投资的日子吗？

如果你在1988年获得了一笔资金，但是一直等到1995年都没有出现把握市场时机的购买信号（请观察年数据而不是月数据）。可在这段时间里，股票的总回报要比债券高出16%，而你却游离于股票市场之外而错过了投资时机。

另外，在1925到1931年间，把握市场时机的信号显示你应该远离市场，但是在这段时期，政府债券却上涨了22%，而股票仅上涨了4%。

如果你使用把握市场时机的方法在1955年开始投资，那么直到1965年你将发现不了任何购买时机。可在这一时期中，你可能会错过短期证券236%的回升时期，而这时股票仅增长了32%。虽然1955年到1964年间的股票回报非常微薄，但是如果你此时没有投资股票，那么如果你看到亨特利－布林克利（Huntley-Brinkley）的新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



闻播报："看着股票市场的回报日益增长，而你却身在其外。"你仍将会非常难过。

也许有些人可能辩解说，这样做是最保险的投资方式，因为我可以避开1929年和1999年里不适合投资的时间。

像往常一样，多样性投资与回报密切相关。即使冒着投资失误的风险，人们也应该争取在每一种资产分级中都拥有一定的持有量，比如某人从1955年开始投资，那他应该持有一些股票。

历史数据可能限制了我们的研究。有人可能紧跟股票市场的变化，将市场价格与其个人的预期价格相比较，并根据每天的实际情况来投资。但这样做的前提是此时的市场处于非常容易把握的时期。

把握市场时机的机会成本不是固定不变的，即使是在敏感、深不可测的股票市场中进行固定资金投资也一样。在每一章里，善于把握市场时机的投资者都击败了不善于把握市场时机的投资者，其收益率在过去的100年里为3.9%，而在过去的25年里为3.5%。

对于机会成本，我们有另外一种理解（这听起来像是一个笑话）：你搬进了一个新城镇，但在那里却没有发现你中意的约会对象，那你该怎么做呢？

答案是：降低你的标准。

同样地，不是所有的月份或者年份都一样有利于投资，我们可以针对把握市场时机的信号降低标准。如果可以在市场价格确定为"高"的年份中进入证券市场，那么当市场价格"较高"时，我们进入证券市场也仍然可以做得很好。投资者于20世纪50年代中期开始投资证券市场，那么他可以在1957年开始第一次投资，因为这时市场的购买信号可能显示为"较好"。总之，我们投资的目的是为了在实际投资中尽可能地减少成本，而不是做一位柏拉图（Platonic）式的投资有价证券组合的完美主义者。

在2002年末期，标准普尔指数显示市场被严重高估，但并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的证券指数都认为市场被高估。比如在 2002 年年初，跟标准普尔指数 39 的市盈率以及难以计算的纳斯达克市盈率相比较，道琼斯市盈率是它们的两倍。再如，20 世纪中期的市盈率较高（但没到使人兴奋的地步），但纳斯达克公司的总收入却是一个负数。投资者可能会对美国证券交易市场中的道琼斯工业平均指数吹毛求疵，而宁肯相信“蜘蛛”（标准普尔指数存托凭证代理）或者 QQQs（纳斯达克 100 指数代理）。

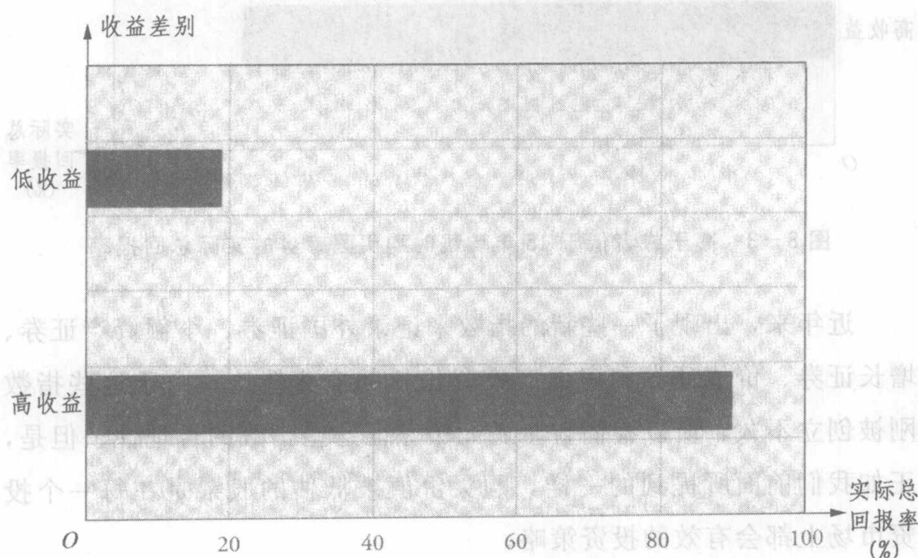


图 8－2　1950～2000 年，高于或者低于平均收益率时，购买短期国库券的实际总回报率

除了股票之外，市场上还有多种其他投资方式。但我们投资的总原则是尽可能针对目前价格被低估的投资方式进行投资。例如，图 8—2 显示了定期定额投资者在过去 50 年中投资“90 天国库券”的最终结果，而图 8—3 是我们 20 世纪投资 10 年政府债券的结果。需要补充的是，在这幅图中，我们假设这两位投资者都是在高于或者低于 15 年价格均线时购买的国库债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



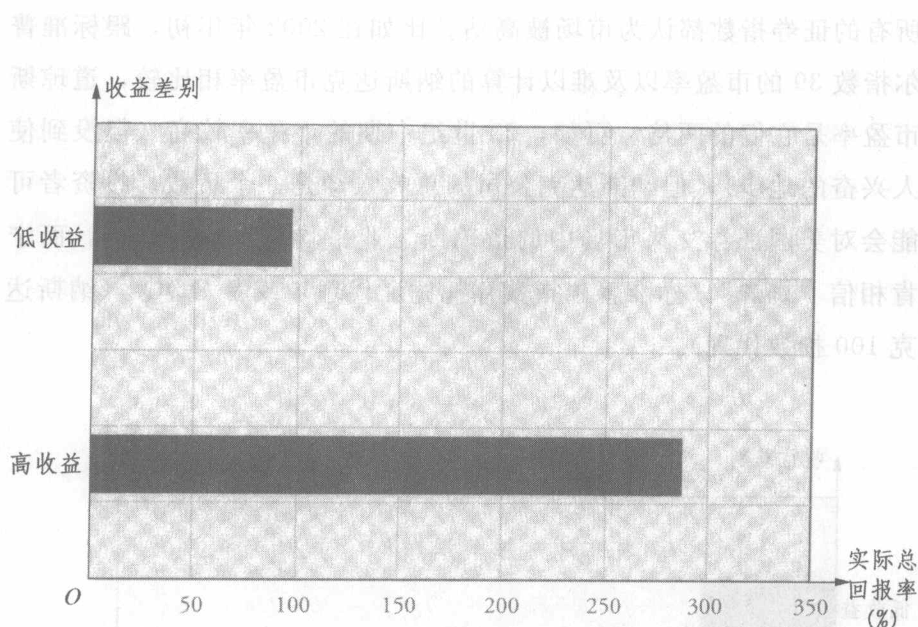


图 8－3　高于或者低于 15 年均线时购买国库券的实际总回报率

近年来，出现了一些新的指数来记录外国证券、小额资产证券、增长证券、价值证券和房地产投资信托的变化轨迹。由于这些指数刚被创立不久，所以我们暂时还无法考证这些指数的合理性。但是，正如我们前面所提到的一样，购买价值被低估的股票是在每一个投资市场上都会有效的投资策略。

历史是现实的一面镜子，当我们再次回顾 1988 年至 1994 年以及 1996 年至 2001 年的证券市场时，如果当时的长线投资不受欢迎，那么我们就可以寻找其他的投资方式来满足我们投资的需求：

• 1988 年的租赁收益率徘徊在 10.7％左右，这对于租赁来说是很好的年份。此时的股息收益率与租赁收益率相当，转账成本（或者账户持有）的花销为零，而且与购买完全没有风险的债券相比，此时的租赁收益也毫不逊色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 1989 年，90 天国库券的收益率（8.27%）要高于长期平均值。所以在这段时间里，我们可以安全地把资金放置到国库券里。

• 从 1990 年到 1994 年，租赁收益仍然高于从债券市场中获得的平均收益，这使得租赁再次成为一个有吸引力的投资选择。

• 1996 年，根据国家房地产投资信托协会(National Association of Real Estate Investment Trusts）的报道，房地产投资信托(REITs)的价格已经降到他们的长期平均值以下，因此这年是房地产投资信托的好时机。

• 1997 年，租赁收益率继续高于债券收益率，租赁仍然是不错的投资选择。

• 1998 年，小型公司的罗素（Russell）2000 下降到长期平均值以下。小型公司股票的表现不同于标准普尔指数中的大型公司股票，在一段时间内它可能要好于标准普尔指数股票。因此，这是进行资产多样化分类的好时机。

• 1999 年，股票市场的泡沫给人们留下了深刻的印象。此时，购买房地产投资信托和租赁将继续是好的投资选择。

• 2000 年，短期国库券的收益率（6.17%）超过了其长期平均值。因此，投资短期国库券是那段时期的安全选择。

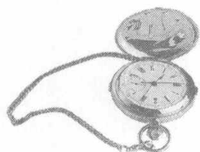
• 2001 年，小型公司的股票再一次成为投资的好选择。

• 2002 年，当标准普尔指数从最高点下降了 49 个百分点以后，摩根士丹利欧澳远东指数（MSCI-EAFE Index）[①]第一次跌破了 15 年价格平均值，而且小型公司股票的罗素 2000 指数价格也相应地下降到长期平均值以下，因此小型公司的股票是这年不错的投资选择。

---

① 摩根士丹利欧澳远东指数（MSCI-EAFE Index)：是"Morgan Stanley Capital International-Europe，Australia，Far East Index"的缩写，该指数是国际股票表现的基准。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



毋庸置疑，通过相同的数据，其他分析人士会得出不同的结论。我们的观点仅针对那些对价格敏感的投资者而言。证券市场的实际价值需要很多年才能被计算出来，但是我们不否认其他估算股票价值的方法。善于把握市场时机的投资者既有可能双脚踏入电信行业和网络市场而立即变成有钱人，也有可能会失去所有而被市场吞没，但是，跟那些仅在股票市场投资的人相比，他们投资的方式可能更具多样性。

当股票回报明显好于债券和短期国库券的收益时，或者当牛市持续了相当长的时间时，购买和持有股票的优势非常明显，但其机会成本却很高。可在 20 世纪的很多时间里，这两种情况往往是同时并存的，但是令人惊讶的是，把握市场时机仍然会带来超额回报。当市场上下波动时，与固定资金投资者相比，把握市场时机的投资者虽然暂时没有明显的优势，但最终把握市场时机会显现出它的价值。

如果 21 世纪的股票市场是一个多灾多难的市场，那么会产生怎样的后果呢？股票市场会一蹶不振吗？如果会的话，证券价格就会像“跳水”一样，永远低于其长期平均值，而购买信号就会像沉没的“泰坦尼克号”。到那时，甚至连把握市场时机的方法也不能让投资者免受这些苦难。以上是我们即将要讨论的第四个问题。

第六节　谨慎投资

在投资过程中，重要的是你避免了一些错误的投资，而不是你抓住了多少难得的机会。换种说法就是，聪明的投资者是那些能够避开错误投资时机的人。请记住：做出错误投资，并不一定是因为自己愚蠢，因为即使是非常聪明的人也会做出愚蠢的决定。对于你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做出超出自身控制力的事情，华尔街将教会你如何保持谦逊和尊重的态度。

在特定的情况下，你可以采用以下这些基本的投资方法：

• 不要做出“大胆的”投资决定。

• 不要将回报想得过于美好。

• 不要突然改变投资策略。

• 不要随意挪动你的资金，哪怕是很小的一部分；也不要随便转移你的资产（除非哪一天你需要买房子）。

• 不要推迟规范财政管理的日期。

• 时刻关注你的每一笔投资。

• 不要在你不熟悉的行业里投资；不要进入新领域，除非你可以找到足够的证据证明你的投资具有可行性。

• 请不要投资市值被高估的证券。

• 不要相信你在电视里看见的或者在论文中读到的任何一个人的投资意见，而要始终坚信：数据才是最有说服力的。

• 不要相信所有证券公司的建议，也不要相信你的邻居谈论的所谓的“证券内幕”，即使他是开着奔驰的大富翁。

• 金融媒体试图将所有人引入投资领域，他们会给任何人提供一个可以尽情发挥的平台。所以不要注意分析家、基金管理者或其他人的声音，他们的目的只不过是要引起大众的注意。

• 当你不经意间看到一些所谓的“眼下最适合投资的股票”时，请翻过去不要理睬……不管怎么样，都请你这样做。这是因为，前一个季度的数据是没有意义的。记得我们对回归平均值的讨论吗？无论怎样，证券价值最终会回归到平均值附近。

• 庸医无处不在，如果你有钱投资，他们将会主动找上门来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



•你是偶然间变富的吗？或者你是一位在股市账户里拥有“高额财富”而没有任何实物财产的人吗？记住，股市账户里的钱就像一剂“麻醉剂”，它会让你错过财富。

•对那些企图接近你资产的人保持警觉，无论他或者她看起来有多么友善、多么自信或者你们之间有多么深厚的关系。

•不要试图逃税、漏税。想象一下这种厄境：在凌晨4点钟，执法人员（G-Men）来到你的家中，把你拖进监狱，并冻结你的所有资产。为了避免这种风险，请自觉缴纳相关税目。

•不要轻易听取那些来历不明的人或团体的投资建议。

•不要将你的大部分资金投资在某公司的证券或者同个产业中。否则，要是你的公司出现危机，那么你也很可能会在失去工作的同时发现你的有价证券组合的价值减少了。

•不要将资金投资在一个店铺中。在购物中心里，你可能看见很多消费者喜欢咖啡色或者蓝色的牛仔装。但是请注意，销售量不等于收益。

•如果某人想卖给你年金，那么请仔细考虑清楚。为了从你身上获得高昂的中介费，他们是多么渴望让你签字啊！可对你来说，这真是一个合适的投资方式吗？实际上，这种可能性很小。

•如果你有一个致富想法，它会让你在五年内成为亿万富翁，但这可能花费你大部分或者全部的资金才能运作，那么请给我们打电话，我们将给你只投资10%的资金的建议。这可能是你曾经打过的最有收获的电话。

•在将资金进行非流动投资时，请仔细地问问自己：你在五年内真的不需要这些资金吗？如果你下个星期就需要它们，那你该怎么办呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 你看到这些词了吗？协同作用（Synergy）[①]或者黑盒子（Black box）、垂直整合（Vertical Integration）[②]、范例（Paradigm）、混沌理论（Chaos Theory）[③]……快跑！请远远地躲着它们。

• 请检查你的身份证，看看你是不是叫斯皮尔伯格（Spielberg）。如果不是，那么请不要在动画片制作上投资。在好莱坞，他们对电影非常感兴趣，他们梦想着有一天能进入动画产业，他们名字就是公众。但是，你是不会轻易地从好莱坞的账目里赚到一分钱的。

• 在投资之前，请先跟你的妻子解释清楚你的投资计划。否则，当你描述你的致富计划时，你的妻子就会像电影《蜜月度假者》（*The honeymooners*）中艾丽斯·卡兰登（Alice Cramden）望着瑞芙（Ralph）一样望着你。

• 最后，请不要盲目地按照本书所讲的方法进行投资。我们所讲述的只是市场估价方法，拥有这些把握证券市场时机的方法并不意味着我们能预知市场时机。从反面来说，如果证券市场在某种程度上可以被预测，那么这就不是我们所了解和热爱的证券市场了。当把握时机信号显示市场价格被高估时，不要认为通过调整市场投资时间或投资比例就可以获得更多的回报。另外，证券市场的时机出现变化时，无论如何也不要把全部证券转换成债券或者现金。

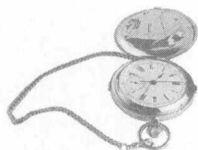
---

① 协同作用（Synergy）：是指不同激素对同一生理效应都发挥作用，从而达到增强效应的结果。在管理学中，协同作用是指使几个单位一起运转可以完成一些单个组织单位无法完成的工作。——编者注

② 垂直整合（Vertical Integration）：是一种提高或降低公司对于其投入和产出分配控制水平的方法，也即公司对其生产投入、产品或服务的分配的控制程度。垂直整合有两种类型：后向整合（Backward Integration）与前向整合（Forward Integration）。一个公司对于其生产投入的控制被称为后向整合；对其产出分配的控制则被称为前向整合。——编者注

③ 混沌理论：是系统从有序突然变为无序状态的一种演化理论，是对确定性系统中出现的内在“随机过程”形成的途径、机制的研讨。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果你通过我们推荐的方法提高了总回报，那么我们将非常荣幸，因为你已经看到了把握市场时机的价值。也许通过这些价值衡量标准，你能够知道今天证券市场是被低估还是被高估以及现在是否是买进的好时机。就像我们前面提到过的一样，《巴伦周刊》刊登了许多你需要的数据，汤姆·唐兰（Tom Donlan）和阿兰·阿拜尔松（Alan Abelson）写的文章很值得阅读。你还可以通过其他方式获得相关数据，比如搜索引擎谷歌（www.google.com），《华尔街日报》、《投资商业日报》、《纽约时报》的周日商业版等。当然，你也可以直接查看网站，从中你可以立刻找到你想要的数据，而且这些信息都是免费的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

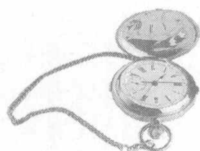
向前看：注意要谨慎

我们知道，把握市场时机可以并且已经发生了作用——至少在过去和最近的时期是这样的。经纪人和投资大亨们都在做着同样的事情：购买什么样的证券，采取怎样的投资策略，何时买入和卖出证券。可为什么投资经纪人和投资大亨有明显的区别呢？原因就在于把握市场时机所起效果的不同。

为什么把握市场时机有时不起作用呢？由于受到预期风险、经济周期和大众心理等因素的影响，投资者不会长期大量购买证券（我们这里所说的证券不是指个人证券）。在20世纪的大多数时间里，证券价值长期被低估，其原因在于证券价格的不稳定性，而这种不稳定性，特别是降价时的不稳定，会打击投资者的投资信心。要是让这种混乱事态进一步加剧，那么对于投资者来说，无疑是雪上加霜。此外，证券价格在"投资生态环境"中又处于"食物链"的末端，要是它下跌的幅度过大，那些深陷金融困境的公司或倒闭或被迫重组。

在20世纪的大部分时间里，证券的股息率要高于债券的息票利率，再加上股息率的不稳定性甚至低至为零，因此证券不像以往那样能吸引投资者。但是衡量证券价格以后，就具有了有价证券风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



溢价。对于发行者来说，这是一笔必须支付的额外费用；而对于购买者来说，这是在不稳定的股票市场里，必须支付给财务经理的一笔额外费用。

在20世纪的大多数时间内，有价证券的风险溢价相对于证券的价格来说太高了。特别是在大萧条之后的数十年里，有价证券的风险溢价和价格之间的悬殊差异反映了一个非常可怕的事实：如同1929年至1933年间，或者在1937年所发生的一样，证券市场有可能会再次崩溃。但是，如果投资者在这种状况下购买证券，那么长期来看回报可能会很丰厚——从长期来看，与在价格较高的时候购买证券相比，在证券价格较低时买进会获得更高的回报（这就是本书所要讲述的全部内容）。

从宏观角度来看，证券的价格反映了公司的财务状况，它有助于投资者了解公司的收入。在1929年至1933年期间，公司收入出现了大幅下降（图9—1），这种状况实在让人揪心，甚至在之后的许多年内，投资者们仍然心有余悸，担心它会再次发生。这是因为经济大萧条会造成人们对证券市场的恐惧，会使证券价格急速下跌，而最终导致证券价格的一蹶不振。

到1933年，股票价格跌到历史最低点，此时的投资获得了巨大回报。投资者们认为不会再有经济大萧条了，但就在这个时候，证券市场再次崩溃了。

从1929年至1933年期间的经济大崩溃直到2000年早期，证券价格的变化趋势（图9—2）给人们留下了深刻的印象：在这段时间内，曲线偶尔有一点上升的趋势，但有时会突然下降。

证券市场如同赌场，让我们举个例子来说明。比如在赌场，某个人下注红色和黑色的时间一样长，但是他不知道，齿轮只落在红色上面。最终，他的获益应该是非常少的。与此类似，经济大萧条之后的证券市场会出现崩溃，进而迫使证券价格在长时期内走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低——在大多数年份中会出现购买机会。同 1937 年的经济衰退情景一样，20 世纪的 60 年代后期和 70 年代早期发生了技术膨胀和爆炸。最糟的是，20 世纪 70 年代中期出现了灾难性的衰退性通货膨胀（或者叫做通货膨胀衰退），有价证券风险溢价出现了，但与较高的债券收益相比，有价证券风险溢价是较低的。在 20 世纪 70 年代中晚期，通货膨胀使公司的账面收入升高，但却使利息率大打折扣，进而大幅降低了未来收入。以此同时，通货膨胀也造成了证券价格的降低、货币的贬值，并增加了储蓄难度，而且直到 20 世纪 90 年代，这种状况才有所好转。

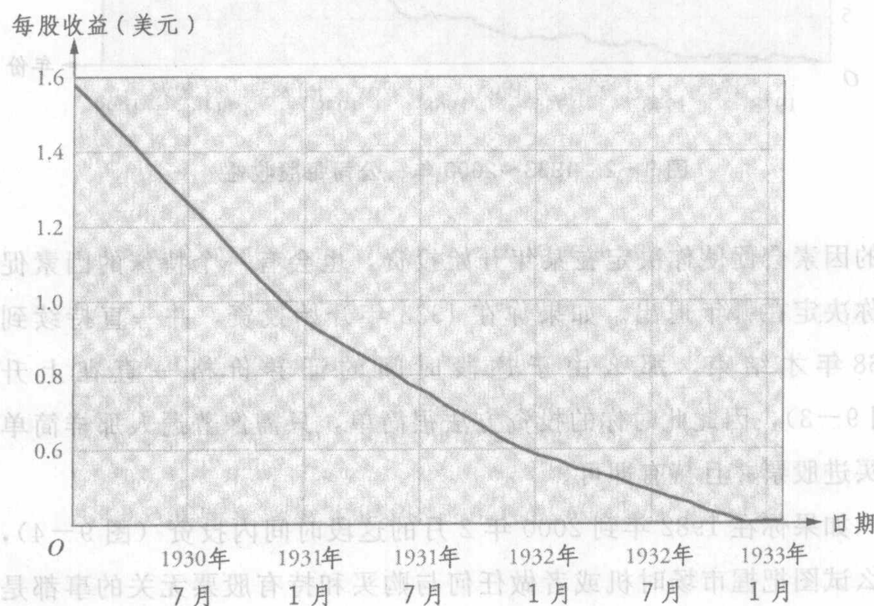
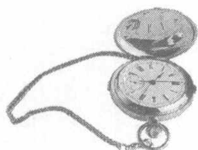


图 9－1　1929～1933 年，公司每股收益

无论如何，从长期来看，与市场规律逆行是傻瓜才会做的事情。但是，我们也应该清楚地认识到：判断市场规律是一件很难的事情。

投资时机与投资回报有着直接的关系。也就是说，总有一个特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



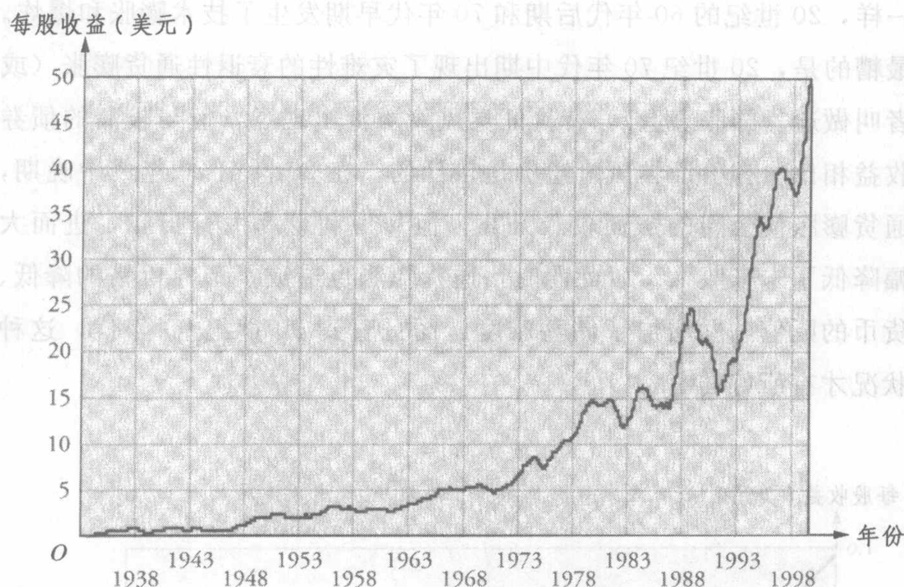


图 9－2　1933～2000 年，公司每股收益

殊的因素会促使你决定在某年开始投资，也会有一个特殊的因素促使你决定在哪年退出。如果你在 1933 年开始投资，并一直持续到 1968 年才结束，那么由于这段时间的证券价格一直在上升（图 9—3），因此此时你的投资方法很简单，只需像普通人那样简单地买进股票并且持有即可。

如果你在 1982 年到 2000 年 2 月的这段时间内投资（图 9—4），那么试图把握市场时机或者做任何与购买和持有股票无关的事都是不明智的。

但是，如果你投资的起始点和结束点与我们上述分析的不同，那么你会获得意想不到的结果。比如在 1929 年到 1933 年间，严峻的世界货币管理危机造成了许多企业濒临崩溃和股票价格的下降，股票的收益也像利息率一样由于通货膨胀而大打折扣。对那些认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

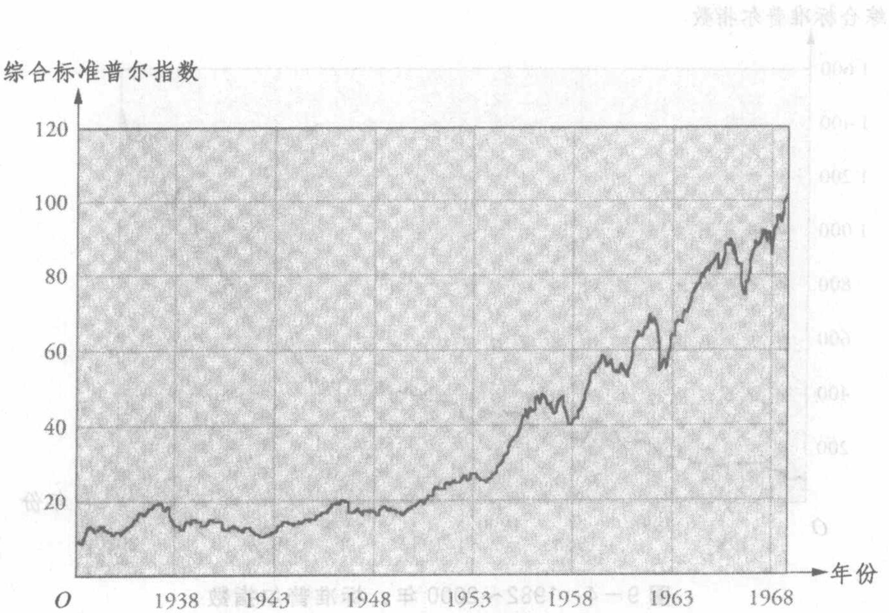


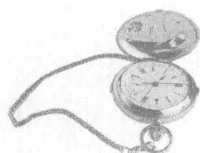
图 9－3 1933～1968 年，标准普尔指数

此时价值被严重高估的投资者们而言，预期获利不能吸引他们，因此他们选择卖掉股票、退出股市。可是从表 9－1 中可以看出，此时试图把握市场时机是愚蠢的，而应该等到价格回落到一个较低的水平上时再进入市场。

表 9－1 1926 年至 1930 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1926	高于平均值	低于平均值	高	高于平均值	147
1927	高	高	高	高	72
1928	高	高	高	高	19
1929	高	高于平均值	高	高	58
1930	高	高	高于平均值	高于平均值	143

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



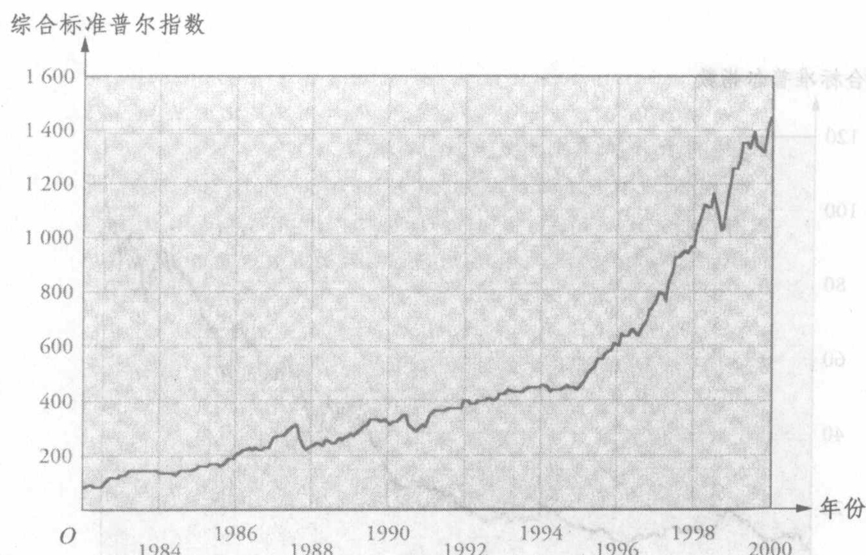


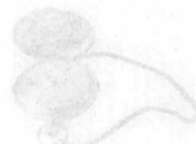
图 9－4 1982～2000 年，标准普尔指数

同样，在 20 世纪 60 年代（表 9－2），你也可以得出这样的结论：在这段时间内试图把握市场时机是一件愚蠢的事情。

表 9－2 1960 年至 1968 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1960	高	高	高	高	71
1961	高	高	高	高	18
1962	高	高	高	高	54
1963	高	高	高	高	50
1964	高	高	高	高	33
1965	高	高于平均值	高	高	53
1966	高	低于平均值	高于平均值	高于平均值	107
1967	高	高于平均值	高	高	73
1968	高	高于平均值	高于平均值	高	83

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在1974年，如果你必须抛售所有股票来应付疾病等灾难，那么你一定希望能在20世纪70年代的通货膨胀之前把股票卖掉、换成现金。此时的股票收益由于通货膨胀而发生了变化，与利息率相比大大下降了。也就是说，如果你把握了市场时机并及时卖掉了所有股票，那你将得到丰厚的回报；可如果你此时买进股票、然后持有，那你投资的结果将非常难堪。

在1929年之后的近25年内，证券市场始终没有出现1929年夏天那样的水平。在1966年之后的近15年里，证券市场也没有出现像1966年那样的水平。在接近65年的时间里，经过通货膨胀调整后的证券市场，就像道琼斯指数所揭示的那样，始终没有到达1929年的水平——但是，在这段时间里，股息收益率非常高，所以你的回报可能会比道琼斯指数显示的数值好很多（这里所说的道琼斯指数是指道琼斯工业平均指数，而不是纳斯达克指数）。

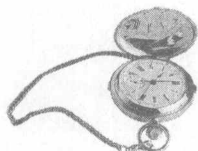
尽管事实如此让人沮丧，但如果你从1933年开始投资证券市场，并且连续持有了大约40年的时间，那么在1969年以后的任何时间点，你都会获得巨大的收益。从这点来看，把握市场时机看起来似乎没有什么意义。或者说，如果你具有永久投资期[①]，那么你很可能会忽略把握市场时机的意义。

但是，我们中的大多数人都是进行一定时期的投资。我们不能只是简单地说："哦，就让时间慢慢淡化市场崩溃的结果吧。"时间当然会改变，市场也会随之前行，这不是一个神秘事件，就像小马丁·路德·金（Martin Luther King，Jr.）博士1963年在伯明翰监狱中所写的那样，相信"……进步是不可避免的，在车轮滚动中前进……"

如果你从现在开始投资直到换取现金的这段时间不短于二三十

① 投资期（Time horizon）：预算投入资金至撤回资金之年期。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年，那么你会发现把握市场时机是件非常有趣的事情，而且也是必需要掌握的投资技巧。这就好比美国证券市场在一段时间内持续上升并有约为10%的平均回报率，但是这并不能保证每个投资者都会获得这样的回报。在1929年购买道琼斯指数的投资者必须等待69年才能获得约为10%的平均回报——即使他将股息的再投资收益也计算进去，也只能获得这样的结果。但是，你不会仅仅简单地把你的资金扔进股票市场，然后悠闲躺在吊床上，而得通过观察长期的历史均线来确保你的投资收益。否则，你也许不能亲眼目睹那一天的到来。

就像投资顾问史蒂芬·艾凡逊指出的那样，如果一个投资者在1929年购买标准普尔指数并且持有20年，那么他可能已经获得了84%的回报率，可如果他在1931年进行投资，那么这时的回报率可能已经达到818%。对于普通人来说，这两者之间的差距就如同是吃热狗和上等嫩牛排。

我们换个角度来看这个问题。我们都非常关心发生在20世纪90年代末的证券市场大繁荣和21世纪早期证券市场的反常表现。正如大家所看到的那样，很多把握市场时机的投资者对这种紧急情况做出了自己的努力，因为就像证券价值在大萧条之后被严重地低估一样，此时的证券市场可能会以上升的趋势向前发展。当然，对于某些产业来说，可能不会这样，特别是没落的工业品公司（但是这些公司是标准普尔500指数和纳斯达克指数的范畴之一）。

在证券史上，出现过这样一些数字：1998年、1999年和2000年的证券价格达到了金融历史上史无前例的水平。按照这些数字，公司的收入理应以前所未有的速度“火箭式”猛涨，但众所周知，收入一点也没有上升，反而下降了（见图9—5）。根据道琼斯指数、标准普尔指数以及国家收入账的衡量方法，公司收益都显示出了明显的下降趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

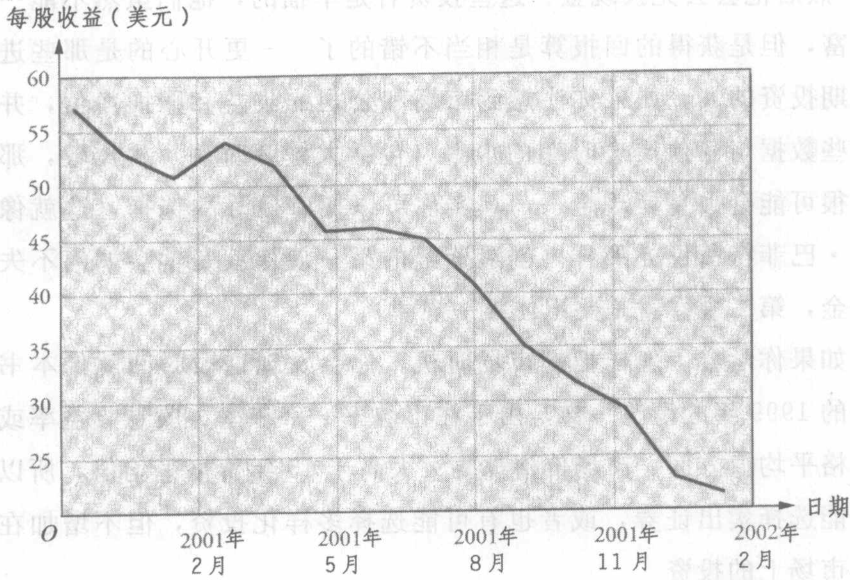


图 9—5 2000～2002 年，公司每股收益

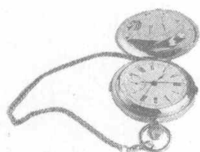
这意味着在 20 世纪 90 年代末期把握市场时机是非常明智的举动（见表 9—3）。

表 9—3 1996 年至 2000 年间的市场估价

年份	价格	市盈率	股息	托宾 Q 比率	20 年后（%）
1996	高	高	高	高	高
1997	高	高	高	高	高
1998	高	高	高	高	高
1999	高	高	高	高	高
2000	高	高	高	高	高

通过观察市盈率，我们知道这时的标准普尔指数接近 50，道琼斯指数接近 40。此时的一些投资者会说："我的天啊，这些价格太高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了。”然后他会去兑换现金。这些投资者是幸福的，他们虽然不能一夜暴富，但是获得的回报算是相当不错的了——更开心的是那些进行短期投资的人。如果你注意到市场和公司的收益和账面净值，并把这些数据与其他历史时期的水平（包括大繁荣时期）相比较，那么你很可能会去兑换现金——其实你可以拥有更好的选择（这就像沃伦·巴菲特所说的那样，创造资金的第一规律就是学会如何不失去资金，第二规律就是要记住第一规律）。

如果你学会了怎样把握市场时机，你会发现这段时间就像本书谈到的 1999 年的情况一样，由于在市盈率、市账率、股息收益率或者价格平均值方面，市场价格都要大大高于 15 年价格平均值，所以你可能选择卖出证券，或者也有可能选择多样化投资，但不增加在证券市场上的投资。

但是我们的观点与上面不同。我们运用了很多衡量方法，结果发现：此时的证券价格被高估得令人惊讶。甚至在 2000 年至 2002 年的“证券价格大冲撞”之后，股票风险溢价[①]仍然非常高。在证券市场，过度乐观、非理智的投资策略、莽撞盲目的投资想法等不利因素让投资者们忽略了证券市场的潜在风险，并最后导致证券市场的回报急剧下跌。证券市场的这次大振荡生动地证明了股票风险溢价的重要性——会令证券价格大幅度或者快速下降。

2000 年早期，整个证券市场都处在泡沫经济的顶点上。也就是说，标准普尔指数股票在接近 40 倍的收入处进行交易，那是一个

---

① 股票风险溢价（Equity risk premium）：又称回报率，是投资者因投资股票所承担的额外风险所要求或预期的额外回报，其与无风险收益率的和组成了投资股票的预期回报（收益）率。股票投资者要求风险溢价的理由是公司业绩及股价增长受经济、行业、商业、经营和财务等因素影响而充满不确定性，投资者必须要能获得额外的回报才愿意承担这些风险、购入股票。股票风险溢价是 CAPM 和 DCF 这些估值模型的重要环节。确定股票风险溢价回报率可以根据整个市场、行业的平均水平或具体公司的业绩成长性（成长性越高要求的风险溢价越高）来定夺。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“摇摇欲坠”的令人害怕的数值。就像本书的观点一样，证券确实充满风险。但值得注意的是，投资者没有完全理解证券的投资风险。道琼斯指数从接近30的市盈率水平下降到了大约20，这一下降幅度是有意义的，因为根据历史数据，道琼斯指数一般不会高于20。

我们通过研究发现：如果投资者在价格高于平均值两到三倍标准差的时间点购买证券，那么他们就不会有从起始点起连续赚钱的可能性。如果投资者在道琼斯指数的市盈率高于25时购买证券，那么，除非发生偶尔转折，否则他不会有赚钱的任何可能性。耶鲁大学的罗伯特·施乐（Rober Shiller）通过观察这些市盈率的最大值后发现，如果20年后出现了通货膨胀，那你的年平均回报率可能会在−2%到1.9%之间浮动。看到这些，你会惊讶得连“下巴都掉下来”。

如果用市盈率来把握市场时机，那么结果是非常明显的：投资回报是你开始购买年份的市盈率数值的反函数。你也可以通过你开始购买年份中的票面价格数值、股息收益率、价格的相对水平与15年价格平均值比率或者我们在这本书中提到的其他衡量方法来考察证券市场。如果你以历史最低价购买了证券，那么赚钱的可能性简直是天文数字。

从历史上来看，现在的证券价格仍然很高。证券价格可能会上升，也可能会下降，但如果证券价格依然在上升，那么对于那些期望高回报的人来说，就不是一个好消息了。

关注历史数据是有意义的，虽然把握市场时机在未来也许起不到任何作用，但它肯定在过去曾经起到过作用——即使在证券市场暴涨的年代。“过去的事情仅仅拉开了一道序幕”，这是华盛顿国家档案馆前面的一句标语。21世纪刚刚开始，我们应该像记住生命中的其他事情一样，记住证券界的这些历史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

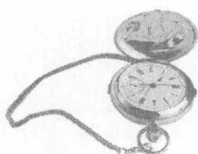
附 录

数 据 来 源

你可能会认为，令人信服的证券市场数据就像天气预报和因特网上的信息一样容易获得。其实不然，如同文学创作要难于文学作品的销售一样，未经人工处理的数据的获得也必须花费不小周折。你可以通过如下这些途径找到你所需要的部分数据：

- 如果你不怕麻烦的话，你可以浏览网站 www. globalfindata. com，该网站提供了标准普尔指数、包括证券和债券的历史总回报等相关数据。
- 网站 www. economy. com 收录了标准普尔指数、市盈率、股息、利息率、通货膨胀、债券收益等历史数据。
- 网站 www. econ. bbk. ac. uk/faculty/wright 有史蒂芬·怀特（Stephen Wright）关于托宾 Q 比率数据及其优秀著作的链接。
- 点击 aida. econ. yale. edu/～shiller/data. htm 这个链接，你会来到罗伯特·施乐（Robert Shiller）教授的网站中，里面有大量的历史市盈率数据。
- 网站 www. barra. com/research/fundamentals. asp 提供了市售率、股价与现金流比率、价格、账面价格等方面的历史数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



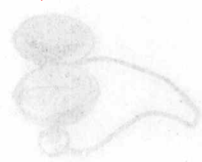
数据分析

百年证券市场的历史数据自有它的局限性。因此，根据某段时间的数据来推算整个证券市场的操纵方法非常容易受数据收集的完备性等因素的影响，甚至有时，由于研究所用的数据只是基于个别样本而没有普遍的代表意义，我们不得不推翻原初的设想。对于美国来说，过去的200年确实是其经济迅速发展期，然而这段时间的美国国内环境却动荡不安。因此，包括对标准普尔指数的研究在内，未来的研究范围应该拓展至国外市场以及美国的其他历史时期（虽然数据的可信度会让我们怀疑计算结果，但这些结果仍可能会有意想不到的作用）。

我们的研究目的是找到已显现象的本质，但是该过程中的数据收集是一项很艰辛的工作。研究者们往往从大量的假设开始探索问题，而当计算出来的结果只是小概率事件时，他们便不得不放弃这种可能性，并重新开始寻找新的研究路径。

我们没有捏造虚假的数据，而是完整地记录下了我们的研究结果。例如，在比较长远价值和当前价值时，我们可以调整比较时间的范围，直到找到一个符合大部分因素的时间段。再如，为了试图展现每个因素的最大优势，我们仔细地选择了投资的开始点和结束点。而就那些对价格敏感的善于把握市场时机的投资者来说，本书更是锦上添花。在本书中，我们选择了15年价格均线作为基准来比较其他因素，通过对15年价格均线上的信号以及固定的时间段（分为5年、10年、15年和20年）的研究，我们毫无保留地将把握市场时机的方法传授给了大家。总之，我们之所以花如此大的力气精心设计这本书，为的是使投资者们能更深刻地理解和运用相关投资方法，使你们在未来能获得成倍的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考文献

1. 罗伯特·阿诺特（Robert Arnott），克里夫·阿斯奈斯（Cliff Asness）．股息政策能否预言收入增长？（Does Dividend Policy Foretell Earning Growth?）．金融分析报（Financial Analysts Journal），2003.

2. 桑乔·巴苏（Sanjoy Basu）．共同证券的投资表现（Investment Performance of Common Stocks）．金融报（Journal of Finance），1977－06.

3. 威廉姆·J·伯恩斯坦（William J. Bernstein）．投资的四根支撑柱（The Four Pillars of Investing）．纽约：麦格劳-希尔，2001.

4. 威廉姆·J·伯恩斯坦（William J. Bernstein）：聪明的资产分配者（The Intelligent Asset Allocator）．纽约：麦格劳-希尔，2002.

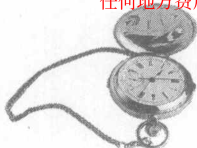
5. 约翰·博格尔（John Bogle）．开放式基金的常识（Common Sense on Mutual Funds）．纽约：约翰·威利父子公司，2000.

6. 沃内·德邦（Werner DeBondt），理查德·泰勒（Richard Thaler）．股市是否反应过度？（Does the Stock Market Overreact?）．金融报（Journal of Finance），1985－07.

7. 埃尔洛伊·迪姆森（Werner Dimson），保罗·马什（Paul Marsh），麦克·斯担顿（Mike Staunton）．乐观主义者的胜利（Triumph of the Optimists）．纽约：普林斯顿大学出版社，2002.

8. 查理·埃里斯（Charlies Ellis），约翰·布尔南（John Brenan）．赢得失败者的游戏 4（Winning the Loser's Game 4th）．纽约：麦格劳-希尔，2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



9. 本杰明·格拉汉姆（Benjamin Graham）．聪明的投资者（The Intelligent Investor）．纽约：哈勃·罗，1973.

10. 罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）．纽约证券市场的有价证券组合（Portfolios of the New York Stock Exchange）．康乃狄克：耶鲁管理学校，1986.

11. 迈克尔·开普勒（Michael Keppler）．国家选择股息受益的重要性（*Importance of Dividend Yield in Country Selection*）．有价证券组合管理报．温特尔，1991.

12. 约瑟夫·拉克尼史克（Josef Lackonishok），罗伯特·威施尼（Robert Vishny），安德里·施雷夫（Andrei Shleifer）．反投资：外推法和风险（*Contrarian Investment: Extrapolation and Risk*）．国家经济研究办公室（工作论文第 4360 号），1993－05.

13. 玛里奥·莱维斯（Mario Levis）．证券市场的异常（Stock Market Anomalies）．银行和金融报（*Journal of Banking and Finance*），1989－12.

14. 伯顿·马尔科尔（Burton Malkiel）．偶然走下华尔街（A Random Walk Down Wall Street）（7）．纽约：W. W. 诺顿公司，2000.

15. 亨利·欧本海默（Henry Oppenheimer）．本·格拉汉姆关于目前净资产价值的研究（Ben Graham's Net Current Asset Values）．金融分析报（Financial Analysts Journal），1986－11/12.

16. 詹姆斯·P·欧肖内西（James P. O'Shaughnessy）．什么在华尔街起作用（What Works on Wall Street）．纽约：麦格劳－希尔，1997.

17. 詹姆斯·伯特巴（James Poterba），詹姆斯（James），拉里·萨默斯（Larry Summers）．证券价格、证据和暗示的均值回归（*Mean Reversion in Stock Prices, Evidence and Implications*）．金融经济报，1988－03.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18. 鲍尔（Power），D. M.，A·A·朗尼（A. A. Lonie），R. 罗尼 . 反应过于强烈的影响——以英国为例（The Over-Reaction Effect-Some U. K. Evidence）. 英国会计回顾（British Accounting Review 27），1991（27）.

19. 威廉姆·F·夏普（William F. Sharpe）. 把握市场时机的可能收益（Likely Gains from Market Timing）. 金融分析报，1975－3月/4.

20. 罗伯特·施乐（Robert Shiller）. 非理性的繁荣（Irrational Exuberance）. 纽约：普林斯顿大学出版社，2000.

21. 杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）. 长期证券 2（Stocks for the Long Run）(2). 纽约：麦格劳-希尔，1998.

22. 拉里·E·斯韦德鲁（Larry E. Swedroe）. 华尔街不想让你知道的事（What Wall Street Doesn't Want You to Know）. 纽约：圣马丁出版社，2000.

23. 大卫·史文森（David Swensen）. 有价证券管理前沿（Pioneering Portfolio Management）. 纽约：自由出版社，2000.

24. 崔迪布朗公司（Tweedy，Brown&Company）. 什么在投资中起作用（What Has Worked in Investing）. 1992.

25. 史蒂芬·怀特（Stephen Wright），安德鲁·施密特（Andrew Smithers）. 华尔街估价（Valuing Wall Street）. 纽约：麦格劳-希尔，2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抄底 把握市场时机

“购买并持有”股票对于股票投资者来说是有普遍意义的。甚至还有更好的方法，就是斯坦和德姆斯所说的，仅在股价较低时购买股票，并在价格较高时持有股票。在股市低迷的时候，应该用存款来购买国库券。借鉴历史经验，他们对“较低”和“较高”的价格做了界定。这个分析很有趣，作者的观点非常独到。

弥尔顿·弗雷德曼（MILTON FRIEDMAN）
芝加哥大学胡福中心教授，1976年诺贝尔经济学奖获得者

华尔街，请准备好。本和菲尔正在有效地使用他们具有洞察力的投资指南。没有设计诡计，也不是在玩游戏，他们只是发掘经济的真正实力而使投资决定更加有意义。作者充满冷幽默的机智。这本书对于任何投资者来讲，都是一本必读书。

戴安娜·C·斯沃克（DIANE C. SWONK）
经济学家，美国第一银行公司高级副主席

使用逻辑和说理，斯坦和德姆斯以事实作为支撑，阐述了许多道理。术语“有价值”被合理地运用到对结果的分析中。

C·罗威尔·哈里斯（C. LOWELL HARRISS）
哥伦比亚大学经济学荣誉教授

阅读关于证券市场的常识性建议是一件多么令人感到耳目一新的事情！斯坦和德姆斯的发现是值得肯定的，而且也没有利用欺骗的手段。更多的情况是，他们的文章就像推荐中所说的那样清楚而直接。

马丁·弗雷德森（MARTIN FRIDSON）
作家，著有《这曾经是非常好的一年》



WILEY
www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

上架建议：投资理财

ISBN 978-7-5060-3371-8



定 价：25.00 元